

El abecé de los mercados extrabursátiles
Johnson y el precio de los alimentos
y el petróleo
¿Se están desacoplando los ciclos
económicos?

Perfil: Jacques Polak

FINANZAS y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Junio de 2008



Una crisis de confianza ... y mucho más

Finanzas & Desarrollo, junio de 2008



MFISA2008002

DIRECTORA

Laura Wallace

REDACTORES PRINCIPALES

Jeremy Clift

Elisa Diehl

Archana Kumar

James Rowe

Simon Willson

ASISTENTES EDITORIALES

Maureen Burke

Natalie Hairfield

DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS

Luisa Menjivar

DISEÑADORA GRÁFICA

Lai Oy Louie

AYUDANTES DE REDACCIÓN

Lijun Li

Kelley McCollum

Randa Elnagar

ASESORES DE LA REDACCIÓN

Bas Bakker

Eduardo Borensztein

Adrienne Cheasty

Alfredo Cuevas

Marcello Esteveao

Domenico Fanizza

James Gordon

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Jan-Willem van der Vossen

Jeromin Zettelmeyer

EDICIÓN EN ESPAÑOL

Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

TRADUCCIÓN

Lourdes Reviriego

CORRECCIÓN DE PRUEBAS

Virginia Masoller

COMPOSICIÓN GRÁFICA

Tania Fragnaud

Toda consulta sobre publicidad

debe dirigirse a:

IMF Publication Services

700 Nineteenth Street, NW

Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Tel.: (202) 623-7430

Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

El franqueo para publicaciones periódicas se paga en Washington y en las demás oficinas de correo. Edición impresa por United Lithographers Inc., Ashburn, VA. **Al Jefe de Correos:** Se ruega notificar los cambios de domicilio a la dirección mencionada.

© 2008 Fondo Monetario Internacional. Reservados todos los derechos. Las solicitudes de autorización para reproducir artículos con fines **no comerciales** deben dirigirse a: Editor-in-Chief, *Finance & Development* International Monetary Fund Washington, D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8300 / Fax: (202) 623-6149 Internet: www.imf.org/fandd

La autorización para la reproducción con fines **comerciales** puede tramitarse en línea a través del **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) a un cargo nominal.

Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores indicados y no reflejan necesariamente la política del FMI.



ARTÍCULOS DE FONDO

LA CRISIS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

8 Una crisis de confianza . . . y mucho más

Para mejorar la estabilidad financiera los incentivos deben ser más atractivos para todos los participantes en el mercado

Laura Kodres

14 El flagelo de las hipotecas de alto riesgo

Cualquiera de los innumerables problemas del mercado hipotecario de Estados Unidos se hubiese podido remediar, pero al conjugarse generaron una crisis que se propagó por todo el mundo

Randall Dodd y Paul Mills

19 Asia: Reflexiones sobre la crisis hipotecaria

Las expresiones de moda han cambiado, pero abundan las semejanzas entre la crisis financiera asiática de 1997 y la actual

Khor Hoe Ee y Kee Rui Xiong

24 Una banca más solvente

La crisis de las hipotecas de alto riesgo acrecienta la importancia, y los desafíos, de implementar Basilea II

Jaime Caruana y Aditya Narain

29 ¿Contribuirá Basilea II a prevenir las crisis o las empeorará?

Dos puntos de vista acerca de si Basilea II amplifica los ciclos de auge y caída.

Jesús Saurina y Avinash D. Persaud



TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

36 ¿Cuánto desacoplamiento? ¿Cuánta convergencia?

Es muy posible que sus ciclos económicos estén convergiendo, pero las economías industriales y los mercados emergentes parecen estar desacoplándose.

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok y Eswar Prasad

41 La otra cara de las monedas

La intervención cambiaria exige cooperación entre los bancos centrales

Atish Ghosh

46 Una cuestión capital

El fuerte aumento de los flujos de inversión privada hacia los países de bajo ingreso es un logro en el mundo en desarrollo del que no se habla

Thomas Dorsey

50 A la vista, pero aún fuera de alcance

Transcurrida la mitad del plazo, aumenta la preocupación por que muchos de los Objetivos de Desarrollo del Milenio no lleguen a alcanzarse

Zia Qureshi



DEPARTAMENTOS

- 2 **Notas breves**
- 4 **Gente del mundo de la economía**
James L. Rowe traza una semblanza de Jacques Polak
- 34 **Vuelta a lo esencial**
El abecé de los mercados extrabursátiles
Randall Dodd
- 44 **Bajo la lupa**
El cierre de la brecha tecnológica
Andrew Burns
- 53 **Críticas de libros**
The VAT in Developing and Transitional Countries, Richard M. Bird y Pierre-Pascal Gendron
The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World, Tim Harford
- 55 **Panorama nacional: Argelia**
- 56 **Hablando claro**
Simon Johnson: “Desestabilizadores” automáticos
Por qué los elevados precios de los alimentos y el combustible están desestabilizando una economía mundial más lenta

Ilustraciones: Portada y pág. 8, Terry Widener; págs. 14, 17, 24 y 29, Richard Downs.

Fotografías: pág. 2, Nelson Ching/Bloomberg News/Landov y Konrad Steffen/MCT/Landov; pág. 3, Nancy Palmieri/AP Photo; pág. 5, Unidad de Fotografía del FMI.; pág. 6, Archivos del FMI; pág. 19, Kristina Cooke/Reuters/Landov; pág. 36, Ulrich Baumgarten/Vario Images/Alamy; pág. 41, M. Spencer Green/AP Photo; pág. 46, Steve Raymer/Corbis; pág. 50, Mike/Zefa/Corbis; págs. 53-54 y 56, Unidad de Fotografía del FMI.

Comportamiento temerario

LOS efectos de lo que comenzó como una crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en el verano de 2007 aún se sienten, casi un año después, en una sorprendente variedad de sectores, como los mercados interbancarios, los efectos comerciales a corto plazo, los bonos municipales e incluso los préstamos a estudiantes, y no solo en este país. La turbulencia financiera —ahora mundial— sigue acrecentando la preocupación por la estabilidad financiera mundial y, por lo tanto, la pregunta planteada en esta edición de *F&D* es: ¿cómo se propagó la crisis, y qué puede hacerse para reducir la probabilidad de que surjan nuevas crisis financieras de este tipo y el riesgo de contagio?

En nuestra edición de junio, examinamos esta cuestión desde diferentes ángulos. En el artículo principal, “Una crisis de confianza y mucho más”, se señala que el origen del problema y, por lo tanto la solución, está definitivamente en los incentivos. No obstante, no será fácil aplicar los remedios porque existen algunos incentivos equivocados, que ya están muy arraigados en el mercado y en los sistemas regulatorios y de supervisión, y que alentaron a los operadores, los inversionistas y los originadores de los préstamos a asumir demasiados riesgos, que en muchos casos quedaron ocultos debido a la opacidad y la complejidad de los valores y se vieron facilitados por el excesivo apalancamiento y la aplicación de normas de crédito poco estrictas.

Los autores del artículo “El flagelo de las hipotecas de alto riesgo” recomiendan a las autoridades que, al modificar los incentivos, tengan en cuenta los siguientes objetivos: moderar el apalancamiento, mejorar la gestión de la liquidez, aumentar la liquidez en los mercados, fomentar la diligencia debida e incrementar la transparencia. En otros dos artículos se examinan las medidas adoptadas para proteger los sistemas bancarios. El debate se centra en la implementación en curso de lo que se conoce como Basilea II, la norma internacional sobre el monto de capital que los bancos deberían reservar para afrontar posibles riesgos financieros y operativos.

En un artículo de la Autoridad Monetaria de Singapur se examinan las similitudes y las diferencias entre la crisis financiera de Asia en 1997-98 y la de las hipotecas de alto riesgo estadounidense y se recomiendan algunas medidas que los países de Asia y los mercados emergentes en general podrían aplicar para sobrellevar la actual turbulencia financiera.

* * * * *

Por último, con esta edición me despido como Directora de *F&D* después de seis años y medio. He disfrutado muchísimo los desafíos que ha representado dirigir esta publicación, en particular la preparación de cuatro ediciones al año que estimularan a nuestros lectores y en las que se presentara una variedad de cuestiones financieras, económicas y de desarrollo de interés vital para la comunidad internacional. Espero que hayan disfrutado del producto que les ha preparado el estupendo equipo que he tenido el placer de dirigir, y agradezco a todos ustedes sus comentarios, sugerencias y apoyo durante estos años.

Laura Wallace
Directora

Deshielo de los glaciares

Los glaciares se derriten a una velocidad sin precedentes, y el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) insta a los países a llegar a un nuevo acuerdo sobre la reducción de emisiones para frenar el deterioro de una reserva de agua potable de la que dependen cientos de millones de personas en todo el mundo. Según el Servicio Mundial de Observación de los Glaciares, entidad respaldada por el PNUMA, los datos sobre unos 30 glaciares en nueve cordilleras indican que la tasa media de deshielo y reducción del espesor de los glaciares se ha duplicado entre 2004/05 y 2005/06, a causa por lo menos en parte del aumento de las temperaturas.

“Los últimos datos forman parte de lo que parece ser una tendencia acelerada sin fin aparente”, advierte Wilfried Haerberli, director de dicho servicio.



Groenlandia: Uno de los países donde los glaciares se derriten con más rapidez que nunca; algunos de los retrocesos más marcados se produjeron en Europa.

Contando el dinero

India es el país que recibe más remesas del exterior, las cuales ascendieron a US\$27.000 millones en 2007, seguido de China, Filipinas y México, según el estudio *Migration and Remittances Factbook 2008* del Banco Mundial. De acuerdo con Dilip Ratha, economista principal y coautor del informe, las remesas constituyen un salvavidas para los pobres en muchos países en desarrollo.

Si bien la migración de sur a sur es casi equivalente a la que se registra de sur a norte, los países ricos siguen siendo la principal fuente de remesas, encabezados por Estados Unidos. Este país también fue el principal receptor de inmigración en 2005, con un total de 38,4 millones de inmigrantes, seguido por Rusia (12,1 millones) y Alemania (10,1 millones). Si bien la migración internacional se genera en su mayoría por movimientos voluntarios de personas, el informe indica que hubo 13,5 millones de refugiados y personas en busca de asilo, que comprende el 7% de los emigrados de todo el mundo.

A medida que las remesas de los emigrantes han aumentado, han concitado la atención de los funcionarios de alto nivel encargados de formular políticas. Los flujos de remesas registrados en todo el mundo durante 2007 se estiman en unos US\$318.000 millones, de los cuales US\$240.000 millones se destinaron a los países en desarrollo.



Centro de envío de remesas en la RAE de Hong Kong.

Más voz en el FMI

En el marco de la reforma del FMI, el principal órgano decisorio de la institución —la Junta de Gobernadores— adoptó una resolución el 28 de abril por la cual se incrementa el número de votos de más de las dos terceras partes de los 185 países miembros. Estos cambios mejorarán la participación y la representación de los países de mercados emergentes y en desarrollo y permitirán realinear su poder de voto relativo con su peso económico real en la economía mundial. Además, los dos grupos de países africanos representados en el Directorio de la institución tendrán derecho a nombrar un segundo Director Suplente.

La resolución fue aprobada por el 95% de los países miembros del FMI.

La reforma de la representación de los países constituye un hito del programa de dos años aprobado en las Reuniones Anuales de 2006, celebradas en Singapur, en las que se convinieron aumentos iniciales ad hoc de las cuotas de China, Corea, México y Turquía. La cuota de un país en el FMI determina en gran medida su poder de voto en la institución.

Cuanto más pequeño mejor

En un estudio reciente del FMI, en el que se relaciona el tamaño de un país y el de su gobierno, así como su deuda y su desempeño económico, se observa que en promedio los Estados pequeños tienen un gobierno más grande y una deuda pública más elevada que los países grandes. Los países con gobiernos más pequeños y menos deuda pública tienden a crecer más rápidamente y son menos vulnerables.

A partir de los datos fiscales de 42 países pequeños, el análisis muestra que el gasto público es mayor en los Estados pequeños.

En el estudio “Big Government, High Debt, and Fiscal Adjustment in Small States” (IMF Working Paper 08/39) se observa que la forma más eficaz de lograr el ajuste fiscal es reducir el gasto. Una gestión más adecuada también puede ayudar a los países pequeños a reducir la deuda pública y la deuda externa y, por lo tanto, respaldar el ajuste fiscal.



Propietaria de una tienda en Massachusetts. En la última década, la mayor parte de los empleos femeninos se han concentrado en el sector de servicios.

Más mujeres trabajadoras

Hay más mujeres que nunca trabajando hoy en día, pero también es más probable que en comparación con los hombres estén expuestas a trabajos de baja productividad, con poca remuneración y vulnerables, sin protección social ni derechos básicos o representación laboral, según un nuevo informe de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

Si bien hace 10 años la agricultura proporcionaba la mayoría de los empleos femeninos, en la actualidad estos empleos se concentran en el sector de los servicios: del número total de mujeres empleadas en 2007, el 36,1% trabajaba en la agricultura y el 46,3% en servicios, frente al 34,0% y el 40,4%, respectivamente, en el caso de los hombres.

Global Employment Trends for Women, 2008, señala que si bien el número de mujeres empleadas creció en casi 200

millones, es decir, el 18,4%, en la última década —alcanzando la cifra de 1.200 millones en 2007, frente a 1.800 millones de hombres— el número de mujeres desempleadas también creció en el mismo período, de 70,2 millones a 81,6 millones. A nivel mundial, el desempleo femenino fue del 6,4%, frente al 5,7% del masculino.

El informe también indica que la proporción de mujeres con empleo vulnerable —trabajadoras familiares auxiliares no remuneradas o trabajadoras por cuenta propia, en lugar de trabajo asalariado— disminuyó de 56,1% a 51,7% desde 1997. Sin embargo, la vulnerabilidad es aún mayor para las mujeres que para los hombres, especialmente en las regiones más pobres del mundo.

Calendario 2008

3–4 de junio, París, Francia

Cambio Climático, Prosperidad y Estabilidad/OCDE

9–11 de junio, Ciudad del Cabo, Sudáfrica

Conferencia ABCDE: Gente, Política y Globalización

26–27 de junio, Basilea, Suiza

VII Conferencia Anual del BPI: Desafíos de Política Monetaria

7–9 de julio, Hokkaido, Japón

Cumbre del Grupo de los Ocho principales países industriales, Hokkaido, Toyako

3–5 de agosto, Melbourne, Australia

Reunión Ministerial de la APEC sobre Reforma Estructural

2–4 de septiembre, Accra, Ghana

III Foro de Alto Nivel sobre la Eficacia de la Ayuda



FORMULARIO DE SUSCRIPCIÓN

Los lectores de los países en desarrollo pueden suscribirse gratuitamente. Los demás deben pagar los cargos de correo.

- **Sí**, tengo derecho a una suscripción **GRATUITA** porque resido en un país en desarrollo.

Nombre completo (Sr., Sra., Srta.) _____

Cargo _____

Nombre de la institución _____

Dirección _____

Ciudad _____

Condado _____

Código postal _____

País _____

Número de teléfono de la oficina _____

Número de teléfono directo (de ser diferente) _____

Dirección de correo electrónico _____

Número de fax _____

- Si usted no reside en un país en desarrollo, quizá tenga que pagar por su suscripción. En el sitio web www.imfbookstore/f&d se encuentra una lista de países e información sobre los pedidos.

MODALIDADES DE PAGO

Se adjunta pago. Haga su cheque a nombre de *International Monetary Fund*.

Cargo a mi tarjeta de crédito: Visa/MasterCard/American Express

Tarjeta # _____ Fecha de caducidad: _____ / _____
(mes) (año)

Firma: _____ (obligatoria en todos los pedidos) Fecha: _____

Envíe el formulario completo a:
Finance & Development
P.O. Box 2245
Williston, VT 05495-2245 EE.UU.

O a alguna de las siguientes direcciones:
Fax: +1 (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore/f&d
Teléfono: +1 (202) 623-7430

Un modelo de elegancia ejemplar

James L. Rowe traza una semblanza de **Jacques Polak**

JACQUES POLAK —uno de los principales economistas del siglo XX y pionero en los estudios que determinaron la perspectiva económica básica del FMI— se dedicó casi toda su vida a la profesión de contador. Cuando se matriculó a los 18 años en la Universidad de Ámsterdam en 1932, planeaba incorporarse a la empresa familiar de contabilidad. No obstante, un nuevo programa más riguroso exigía a los futuros contadores públicos de los Países Bajos licenciarse primero en economía antes de iniciar sus estudios de posgrado en contabilidad. Por lo tanto, como señaló Polak en una presentación en el FMI en 2005, sus objetivos “cambiaron con el entorno”. Como muchos estudiantes de la época de la Depresión, Polak se entregó por completo al estudio del alto desempleo y el malestar económico. Tras dedicarse simultáneamente a estudiar economía y contabilidad durante un año, ya no le interesó la profesión de contador público.

En cambio, inició una carrera de 70 años como economista y funcionario internacional que continúa casi 30 años después de su jubilación oficial. Ingresó a la Liga de Naciones en sus últimos días y, casi diez años después, fue contratado por el nuevo FMI, donde contribuyó a establecer el modelo económico de cooperación internacional, concebido en la conferencia de Bretton Woods en 1944, a la que asistió.

Como alto funcionario del FMI durante tres décadas, desempeñó un papel central en el desarrollo del sistema monetario internacional, incluida la creación de los derechos especiales de giro (DEG), el activo internacional de reserva. No obstante, Polak y sus colegas coinciden en que su contribución más duradera a la economía y al FMI es el modelo económico que lleva su nombre. El modelo de Polak explicaba la balanza de pagos de un país en términos monetarios, lo que permitía a los economistas comprender las causas de los desequilibrios económicos internacionales de un país. Además, al determinar el origen de los problemas de balanza de pagos en la creación del crédito interno, el modelo también permitía al FMI recomendar medidas a un país para corregir estos problemas.

El FMI al que Polak ingresó en 1947 (y donde aún tiene una oficina a la edad de 94 años) supervisó el sistema monetario internacional sobre la base de los tipos de cambio fijos, con un núcleo constituido por el oro y el dólar de EE.UU. El capital privado desempeñaba un papel poco importante, y en los años sesenta un motivo de preocupación principal era la liquidez

internacional, es decir, si el sistema tendría dólares suficientes para facilitar el volumen de transacciones entre los países, lo que era vital para el crecimiento y la prosperidad mundiales. Este sistema se transformó en otro en el que los tipos de cambio fluctúan libremente en respuesta a las fuerzas del mercado y el oro básicamente ha perdido su función principal. En la actualidad, los flujos de capital privado dominan el sistema financiero internacional.

Como alto funcionario del FMI entre 1958 y 1979, Polak participó en algunas decisiones económicas y políticas delicadas que determinaron la metamorfosis del sistema: las negociaciones sobre los préstamos del FMI al Reino Unido en 1965 y 1967, la creación del DEG y el colapso del sistema mundial de tipos de cambio fijos a principios de los años setenta. Entre 1981 y 1986, ocupó el cargo de Director Ejecutivo por los Países Bajos, país incluido en un grupo en el que figuraban dos economías socialistas que solicitaron asistencia al FMI.

La Gran Depresión

Como corresponde tal vez a un economista que encontró su vocación durante la Gran Depresión, el primer estudio importante de Polak, su tesis doctoral en 1937, se centró en el uso de las obras públicas para contrarrestar la desaceleración económica. Al redactarlo, solicitó asesoramiento a Jan Tinbergen, quien en 1969 compartiría el primer premio Nobel de economía. Tinbergen ya había desarrollado un modelo econométrico de la economía holandesa y poco después desarrollaría otro para Estados Unidos. En 1937, Tinbergen se trasladó de Ámsterdam a Ginebra, donde trabajó para la Liga de Naciones en la elaboración de estudios econométricos de los ciclos económicos, y solicitó a Polak que lo acompañara y fuera su auxiliar de investigación.

Fue una época apasionante para Polak, quien escribió en la introducción de una recopilación de sus estudios: “Tuve la oportunidad de absorber el método de trabajo [de Tinbergen] como por ósmosis. Aprendí más matemáticas e incluso, creo yo, más economía en esa oficina que en todos mis estudios. El trabajo realizado en Ginebra estaba a la vanguardia de la economía y la econometría . . . Hallar temas para preparar artículos que se publicaran en revistas especializadas era tan fácil como encontrar huevos pintados la mañana de Pascua”.

En Ginebra, Polak elaboró sus primeros estudios en inglés a principios de 1939, poco después de que Tinbergen regresara a



los Países Bajos y poco antes de la segunda guerra mundial. En su primer estudio, se basó en el modelo econométrico de Tinbergen sobre Estados Unidos para estimar la propensión marginal al consumo del trabajador medio, los asalariados de ingresos altos y los agricultores, y luego derivó una estimación del multiplicador keynesiano: el concepto que explica el efecto de un aumento del gasto en el ingreso y el producto.

Planes para el final de la guerra

No obstante, durante la guerra en Europa, Polak y sus colegas cambiaron la orientación de su trabajo. Ya preveían el final del conflicto y procuraron extraer enseñanzas de lo que Polak denominó el Tratado “chapuza” de Versalles al final de la primera guerra mundial y de las políticas económicas inadecuadas implementadas por muchos países durante el período de entreguerras.

En el verano de 1940, la mitad de Francia había sido invadida y las tropas alemanas estaban en la frontera suiza. Según Polak, “algunas personas importantes en Estados Unidos” querían mantener la labor de la Liga, aunque este país no fuera miembro, y convencieron al Gobierno de Estados Unidos de que trasladara a los economistas de la Liga al Instituto de Estudios Avanzados de la Universidad de Princeton.

Esto significó trasladar a 10 economistas y sus familias en autobús desde Ginebra, a través de Francia ocupada por los alemanes, hasta Barcelona en la época de Franco “cruzando dos fronteras en un momento de tensión en las relaciones diplomáticas entre los

países” y luego viajar en tren hasta Portugal, donde tomarían un barco. Según Polak, fue un viaje “horroroso” que comenzó con un choque entre el autobús y un tren de mercancías que dejó al autobús destrozado y trastocó por completo los planes.

Pero el grupo sobrevivió, llegó a Estados Unidos y se instaló en Princeton, donde durante tres años Polak preparó informes sobre el socorro alimentario, los problemas de balanza de pagos de los países que recibieron préstamos de acreedores internacionales para la reconstrucción y las depreciaciones del tipo de cambio en Europa durante los años veinte. En abril de 1943, Polak aceptó un puesto de economista en la embajada de los Países Bajos en Washington, y en su primer día de trabajo el *New York Times* anunció los planes del Reino Unido y Estados Unidos sobre la arquitectura económica de posguerra. Polak se convirtió en el representante de su gobierno en las sesiones de planificación anteriores a la Conferencia de Bretton Woods e integró la delegación holandesa en dicha Conferencia en julio de 1944. Ha señalado en otras ocasiones que los países que establecieron las denominadas instituciones de Bretton Woods —el FMI y el Banco Mundial— coincidían unánimemente en que “era extremadamente importante” que este período de posguerra “se manejara mucho mejor” que el transcurrido después de la primera guerra mundial. “Y, de hecho, así fue.”

Ingreso al nuevo FMI

Poco después de Bretton Woods, Polak se incorporó a la nueva Administración de las Naciones Unidas para el Socorro y la Rehabilitación, creada el año anterior para ayudar a los países europeos y asiáticos a superar los desastres de la guerra y resolver la situación de los refugiados. No obstante, cuando Estados Unidos dejó de respaldar este organismo en 1946, “necesitaba desesperadamente un trabajo”, dice Polak.

El primer Director de Estudios del nuevo FMI fue Edward M. Bernstein, que en su calidad de funcionario del Tesoro de Estados Unidos había sido uno de los principales protagonistas en Bretton Woods. Bernstein ofreció a Polak el cargo de Director de la División de Estadística en el Departamento de Estudios, con el acuerdo de que si Camille Gutt, el primer Director Gerente del FMI, firmaba el contrato de empleo, los estudios de econometría se centrarían en esa división. Gutt, ex Ministro de Hacienda de Bélgica, conocía a Polak de sus días en la embajada, cuando Bélgica y los Países Bajos colaboraron en el establecimiento de los tipos de cambio del franco belga y el florín holandés frente al dólar que utilizaron los aliados después de liberar a esos dos países del control alemán. Gutt aprobó la oferta de empleo, pero con una condición curiosa. Acababa de remitir varios nombramientos de directores de división al Directorio para su aprobación y consideraba que tenía que esperar algún tiempo antes de remitir el de Polak. Gutt le dijo a Polak que si aceptaba el riesgo de ser contratado de forma retroactiva, podía comenzar el 1 de enero de 1947. “Como no tenía ninguna otra opción interesante, la acepté”, señala Polak.

Aprovechó ese tiempo para trabajar en su modelo pionero de 1939 sobre la economía mundial, integrado solamente por ocho países: Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Bélgica,



Jacques Polak (de pie, segundo de la izquierda), en una reunión del Departamento de Estudios en los primeros años del FMI.

Checoslovaquia, Noruega, los Países Bajos y Suecia. Era la primera vez que alguien construía un modelo de este tipo. Lo amplió a 25 países, incluyó más ecuaciones de comportamiento y finalmente lo publicó en 1954. Una de sus conclusiones fue que más de la mitad de la reducción del comercio mundial durante la Depresión obedeció a la disminución de la demanda en Estados Unidos. El modelo y sus técnicas sentaron las bases de los primeros modelos econométricos de la economía mundial elaborados por el personal técnico del FMI y, en este sentido, fueron el origen de los modelos mucho más complejos utilizados actualmente por la institución.

“El modelo del comercio es un trabajo pionero, pero precisamente por eso es conocido”, señala John Williamson, del Instituto Peterson de Economía Internacional y colega de Polak en el FMI a finales de los años setenta. “No había ningún modelo anterior”, añade, pero ha habido muchos modelos sucesores más complejos”. No obstante, indica Williamson, el caso de la teoría extraordinariamente sencilla, aunque poderosa, de la relación entre la oferta de dinero y la balanza de pagos de un país es distinto. Este modelo, publicado en 1957, ha resistido el paso del tiempo.

El modelo de Polak

Polak no solo planteó una nueva forma de entender el origen de los desequilibrios financieros internacionales de un país, su modelo también indicaba las medidas de política que el FMI podía recomendar a los países para corregir sus desequilibrios. “Hay miles de estudios que se basan en el modelo de Polak, que se utilizó en cientos de programas del FMI”, señala Mohsin Khan, Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central. El modelo es genial porque “abarca tanto la labor teórica como la práctica”, añade Khan.

Milton Friedman, el fallecido premio Nobel, señaló que la fuerza de una teoría radica en su sencillez y su capacidad de predicción, que es tan buena como la de otros modelos rivales, o mejor, y al mismo tiempo requiere mucha menos información. El modelo básico de Polak es elegante por su sencillez. Se basa en cuatro ecuaciones. En un artículo escrito en 1997 en ocasión del cuadragésimo aniversario del modelo, Polak señaló que su sencillez se debió en gran medida a las circunstancias vigentes:

- La falta de datos y modelos econométricos en los primeros años de la posguerra.
- Solo un modelo centrado en unas pocas variables esenciales podía tener una “aplicación general y amplia”.
- Debía centrarse en una variable que las autoridades pudieran controlar para influir en la balanza de pagos, en este caso, la creación de crédito interno.

Polak consideró que en una economía abierta al exterior y con un tipo de cambio fijo, la oferta de dinero no es un instrumento de política que las autoridades pueden controlar de forma independiente —como muchos creían entonces— porque reflejará la balanza de pagos de un país, la suma de sus relaciones financieras con el resto del mundo.

“De este modelo se deduce que existe una relación formal entre las variaciones del componente

interno de la oferta monetaria (crédito interno) y las de las reservas internacionales, que puede utilizarse luego para la formulación de políticas económicas. Concretamente, el modelo de Polak permite obtener un valor sobre el crédito interno que sea congruente con el saldo adecuado de la balanza de pagos. Este es precisamente el marco utilizado para los programas respaldados por el FMI. Establecemos una meta para la balanza de pagos (o las reservas internacionales) y obtenemos el nivel adecuado de crédito interno, el cual nos indica los ‘límites de crédito’ habituales en dichos programas”, explica Khan.

El modelo de Polak y el del comercio mundial desempeñaron un papel central en los primeros años del FMI. Después, a medida que Polak iba asumiendo más responsabilidades —al suceder a Bernstein como Director de Estudios en 1958 y ser nombrado Consejero Económico en 1966— otras necesidades de la institución ocuparon su programa de trabajo. “El FMI debía centrarse en el estudio de sus problemas operativos”, señala, como la función del oro, el nivel de reservas adecuado para un país, el equilibrio del tipo de cambio o una fórmula razonable para determinar el acceso de un país al Servicio de Financiamiento Compensatorio, establecido en 1963 para ayudar a los países confrontados con un deterioro temporal de sus exportaciones.

Algunos de los temas de las decenas de estudios elaborados por Polak durante sus años en el FMI y después de su jubilación son el impacto de las devaluaciones en 1949 de las principales monedas europeas (1951); el nivel por lo general inadecuado de las reservas internacionales después de la segunda guerra mundial (1952); el régimen cambiario adecuado para los países en desarrollo (1988), y otros temas relacionados con las economías en transición y los tipos de cambio (1991). Durante gran parte de los años sesenta y setenta, dirigió los estudios del FMI sobre la liquidez internacional, incluida la creación del DEG. Se han publicado dos compendios de sus estudios (Polak, 1994; Polak, 2004). Además, ha sido el “consejero profesional, no solo el jefe, de varias generaciones de economistas del Departamento de Estudios del FMI. Más que cualquier otra persona, Jacques Polak convirtió al FMI en una institución donde se aplicaba un estudio económico riguroso a los problemas prácticos de política económica”, según el historiador del FMI, James M. Boughton.

En reconocimiento a las contribuciones de Polak, la conferencia anual del FMI sobre investigación económica lleva su nombre.

No obstante, no siempre se dedicó a temas serios. Polak encontró tiempo para buscar el lado divertido de la denominada “ciencia sin esperanza”, aplicando las herramientas económicas al popular juego de mesa *Scrabble* para elaborar un sistema basado en reglas que permite mejorar el puntaje total de un jugador (véase el recuadro).

Una jubilación poco común

La última misión de Polak antes de jubilarse del FMI representaba una gran promesa para la estabilización del sistema monetario internacional. La creciente escasez mundial de dólares de EE.UU. en los años sesenta dio lugar en 1969 a la creación del DEG, un activo de reserva que los países podían utilizar para liquidar sus operaciones que no dependía de los desequilibrios de pagos de los principales países. La oferta de reservas de dólares, por ejemplo, dependía del déficit de pagos de Estados Unidos, el cual socavaba el valor del dólar. El FMI podía crear DEG de la misma forma que un banco central nacional como la Reserva Federal de Estados Unidos crea dólares. Pero muy poco después de la emisión del primer DEG la escasez de liquidez mundial se evaporó, debido en gran parte a los desequilibrios de Estados Unidos.

La economía de *Scrabble*

Durante una larga recuperación después de una operación en 1955, Jacques Polak pasaba las horas jugando al popular juego de construcción de palabras *Scrabble*. No tardó mucho en aplicar el análisis económico a este juego, utilizando conceptos como el multiplicador keynesiano y la maximización de beneficios desarrollada por Marshall con el objeto de definir una fórmula para maximizar el puntaje total de un jugador.

El error básico cometido por un principiante es intentar maximizar su puntaje en cada jugada, una estrategia que, en la jerga económica, implica un costo: el “sacrificio del puntaje que podría haberse obtenido con la misma letra en otra palabra”, explica Polak en un artículo de 1955 en *American Economic Review*.

Polak desarrolló una fórmula de maximización de beneficios para crear palabras utilizando las 100 fichas de letras en cada juego, las cuales tienen valores de 1 para las letras más comunes, como la E, a 10 para las letras Q y Z que son más difíciles de utilizar. Propone tres reglas:

- Las letras con los valores de 1 y 2 deben, y las de un valor de 3 pueden, utilizarse siempre.
- Las letras con valores de 4 y 5 solo deben utilizarse si se obtiene un puntaje superior por lo menos al doble, pero un jugador no debe guardárselas para obtener un puntaje triple.
- Las letras con valores de 8 y 10 casi siempre se guardarán para obtener un puntaje triple.

Según Polak, las reglas pueden utilizarse fácilmente en la práctica, incluso por los principiantes. Y él las aplicó, como señaló mucho después de publicar el artículo. Lamentablemente, su mujer, a quien no le importan las reglas de la economía aplicadas a *Scrabble*, le ganaba a menudo.

A finales de los años setenta, es posible que la escasez de liquidez hubiera desaparecido pero el DEG aún podría haber desempeñado una función útil, según Polak. La economía estadounidense había perdido dinamismo, el dólar se depreciaba y el sistema financiero internacional rozaba la inestabilidad. La “situación en septiembre de 1978 me pareció ideal” para que el nuevo Director Gerente, Jacques de Larosière, “planteara una propuesta radical, a la que este respondió muy positivamente”, explica Polak. La propuesta era crear una cuenta de “sustitución” especial en la que los países depositaran dólares inestables que ya no quisieran a cambio de DEG. Esta cuenta habría convertido al DEG en un activo principal y, según algunos partidarios como Polak, habría contribuido a la estabilidad financiera internacional.

De Larosière “recibió el apoyo del Subsecretario del Tesoro [de Estados Unidos], Anthony Solomon, y . . . todo se manejó con mucha discreción entre nosotros y [el Subdirector Gerente, William] Dale en el FMI” hasta 1979. El Directorio del FMI estaba de acuerdo con la propuesta, y parecía estar dispuesto a aprobarla en abril de 1980 en la reunión del Comité Provisional en Hamburgo. Polak se quedó varios meses después de su jubilación oficial a finales de 1979 para ayudar a De Larosière a presentar la cuenta. Pero el respaldo a la propuesta desapareció repentinamente, en parte porque el dólar se apreció. Los países, adversos al cambio, respaldaron la propuesta de la cuenta porque no vieron otra solución, pero no porque les gustara. Cuando el dólar se apreció, “consideraron que el sistema vigente podía seguir funcionando” y “se perdió la oportunidad de cambiar radicalmente el sistema”, dice Polak.

La jubilación de Polak del FMI fue algo pasajero. En 1981, aceptó el cargo, que había rechazado cuatro años antes, de Director Ejecutivo por los Países Bajos, país incluido en el mismo grupo que Yugoslavia, Rumania, Chipre e Israel. De los cinco, Yugoslavia fue al que más tiempo tuvo que dedicar y el más frustrante, una señal de lo que serían algunas de las dificultades a las que se verían confrontadas las economías de Europa oriental después de la disolución del bloque soviético.

En los últimos años —durante los cuales también ocupó la Presidencia de la Fundación Per Jacobsson del FMI entre 1987 y 1997— Polak ha luchado por convertir al FMI en una institución financiera más convencional y comprensible. Según Boughton, Polak puso en marcha los estudios sobre la reestructuración del balance del FMI. Su objetivo era eliminar la función de las tenencias de moneda nacional y convertir al FMI en una institución financiera basada únicamente en el DEG. Esta propuesta no fue aceptada (o aún no ha sido aceptada), pero contribuyó a una reestructuración del balance para que sea más transparente y parecido al de un banco convencional. ■

James L. Rowe es redactor principal de Finanzas & Desarrollo.

Referencias:

Polak, Jacques J., 1994, *Economic Theory and Financial Policy, The Selected Essays of Jacques J. Polak, vols. I y II (Brookfield, Vermont: Edward Elgar)*.

———, 2005, *Economic Theory and Financial Policy, Selected Essays, 1994–2004, compilado por James M. Boughton (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe)*.

———, 2005, *entrevista inédita de John LeGloahc, archivos del Fondo Monetario Internacional, Washington*.

UNA CRISIS



de confianza

. . . y mucho más

Laura Kodres

LA ACTUAL crisis es la más grave que afrontan los mercados financieros maduros en varios decenios, y aún no ha terminado. En el período anterior a la crisis, las bajas tasas de interés nominales, la abundante liquidez, la escasa volatilidad de los mercados financieros y una sensación general de complacencia animaron a muchos inversionistas a asumir más riesgos. Se preveía que el largo período de evolución favorable de los mercados financieros continuaría; el crecimiento mundial se había mantenido vigoroso, y los excesos anteriores de la burbuja tecnológica parecían muy lejanos: en resumen, muchos creían en un nuevo paradigma para los mercados financieros. Por lo tanto, las estrategias y la inversión en activos más riesgosos se convirtieron en lo normal, y en muchos casos no se entendían bien los riesgos subyacentes ni se disponía de capital suficiente para respaldarlos.

A pesar de las repetidas advertencias del sector oficial de que la intensa “búsqueda de rendimientos” podía comprometer la estabilidad financiera, los incentivos ofrecidos por el sector privado siguieron alentando la asunción de nuevos riesgos. En la primavera de 2007, incluso los altos funcionarios de algunas de las principales instituciones financieras comenzaron a expresar públicamente su preocupación, en particular por los títulos crediticios estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo y la flexibilidad de los acuerdos de préstamo y las condiciones que respaldaban la actividad relacionada con las adquisiciones apalancadas. Sin embargo, dadas las tasas de interés aún bajas y la abundancia de liquidez, la demanda de productos de crédito estructurado con una calificación de AAA y con rendimientos más altos de lo normal se mantuvo hasta mediados de 2007

(gráfico 1). Los supervisores no tenían la información ni la influencia suficientes para frenar la proliferación de títulos sobrevalorados. Por lo tanto, las presiones competitivas para emitir y vender estos productos eran tan intensas que —como señaló Charles Prince, Presidente y Director General de Citigroup, a un reportero a principios de julio de ese año— la Gerencia consideró: “Mientras la música suene, hay que seguir bailando”.

Como en muchas crisis de crédito anteriores, la relajación de las condiciones crediticias durante la fiebre prestamista causó las primeras pérdidas. Aunque el creciente incumplimiento de pagos de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos —en particular en el mercado hipotecario de alto riesgo— desencadenó la crisis inicial, los efectos secundarios han sido

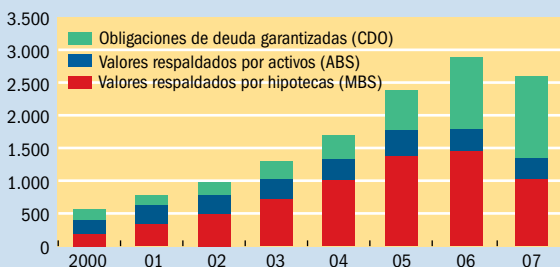
Para mejorar la estabilidad financiera los incentivos deben ser más atractivos para todos los participantes en el mercado

Gráfico 1

Creciente popularidad

La emisión de créditos estructurados aumenta en Estados Unidos y Europa.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co., y Foro Europeo de Titulización.

Nota: CDO, por sus siglas en inglés = collateralized debt obligations; ABS, por sus siglas en inglés = asset-backed securities, incluidos automóviles, tarjetas de crédito, etc., y MBS, por sus siglas en inglés = mortgage-backed securities excluyen los valores respaldados por hipotecas de entidades estadounidenses.

especialmente graves. La falta de transparencia y la complejidad de la creciente variedad de productos de crédito estructurado ocultaron, incluso a veces a las propias instituciones financieras, la ubicación, el tamaño y el apalancamiento de las posiciones mantenidas. La ampliación de los efectos de la crisis también ha sorprendido y ha inquietado a muchos inversionistas. Resolver estos problemas no será fácil porque los incentivos que fueron la causa básica de la crisis están muy arraigados en el comportamiento del sector privado y, en algunos casos, incluso se ven reforzados por la reglamentación vigente.

Evolución de la crisis

¿Cómo se convirtió en una crisis tan grave? Es la primera vez que el mercado de productos de crédito estructurado complejos se ve confrontado con una desaceleración. La demanda de valores de rendimiento alto con calificación AAA contribuyó a que los emisores de estos productos recurrieran a préstamos subyacentes de calidad cada vez más baja para satisfacer esta demanda, agrupando y dividiendo los flujos de caja obtenidos en múltiples “tramos”, lo que permitía a los inversionistas de algunos de estos tramos recibir primero los pagos y justificaba la calificación AAA (véase el recuadro). Estos valores de rendimiento más alto y con calificaciones elevadas podían venderse fácilmente a muchas compañías de seguros, fondos de pensiones y otros bancos pequeños dispersos por todo el mundo. Para otros inversionistas, como los *hedge funds* (fondos de cobertura) y los que estaban dispuestos a asumir más riesgo, los tramos de estos valores estructurados con calificaciones más bajas también parecían ofrecer rendimientos atractivos.

En un entorno financiero estable con abundante liquidez, los inversionistas no se sintieron obligados a prestar mucha atención a los riesgos relacionados con los productos estructurados complejos que habían adquirido y, en cambio, pensaron que podían devolver o vender estos productos a otros inversionistas en caso necesario. Confiaron en que las entidades calificadoras evaluaban adecuadamente los riesgos. A posteriori, se dio demasiada importancia a las calificaciones asignadas y muy poca a la documentación sobre los productos o la investigación independiente de los instrumentos subyacentes.

Estos productos complejos tenían dos problemas: el deterioro de la garantía subyacente —principalmente hipotecas de alto riesgo originadas en las últimas etapas de la fase de expansión— y la falta de información sobre el funcionamiento de estas estructuras durante una desaceleración económica o cuando caducaron las “tasas gancho” aplicadas inicialmente a los préstamos. Las correlaciones entre los préstamos y otros tipos de valores no se sometieron a suficientes “pruebas de tensión” con respecto a una desaceleración del ciclo de crédito, cuando las correlaciones suelen aumentar, o con respecto a un descenso a nivel nacional de los precios de la vivienda en Estados Unidos. Además, aunque las calificadoras de riesgo insistieron en que solo calificaron el riesgo de incumplimiento efectivo (es decir, el riesgo de crédito), estos productos también contenían riesgos de liquidez y de mercado, los cuales muchas veces los inversionistas no consideraron.

Aunque los inversionistas tal vez no hayan entendido plenamente el alcance de los riesgos asumidos, por los cuales son responsables, la estructura de incentivos de las calificadoras de riesgo también contribuyó a la proliferación de productos de

¿Qué es el financiamiento estructurado?

El financiamiento estructurado implica normalmente la agregación de múltiples riesgos subyacentes (como los riesgos de mercado y de crédito) agrupando varios instrumentos sujetos a estos riesgos (por ejemplo, bonos, préstamos o valores respaldados por hipotecas) y luego dividiendo los flujos de caja resultantes en “tramos”, o partes, pagados a los diferentes tenedores. Hay un orden de prelación de los pagos a los tenedores de estos tramos, de forma que los tramos preferentes o *senior* (con menos riesgos) son los primeros que reciben los pagos, seguidos por los distintos niveles hasta el tramo subordinado o *equity* (el de mayor riesgo) (véase el gráfico).

Si no se obtiene una parte de los flujos de caja esperados del conjunto de los activos (por ejemplo, por impago de algunos préstamos), cuando se agote el flujo de caja de resguardo, los tenedores del tramo *equity* serán los primeros en absorber las pérdidas. Si los flujos de caja esperados se reducen aún más, el siguiente grupo de tenedores (el tramo *mezzanine*) no recibirá el pago completo.

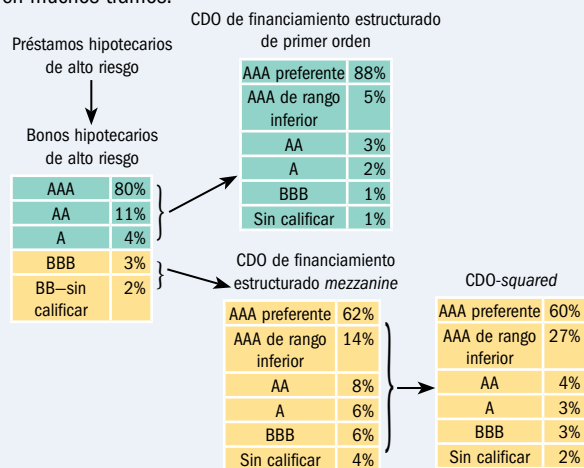
Normalmente, los tramos superpreferentes y *super senior* en la parte superior de la estructura de capital se construyen de tal forma que obtienen calificaciones crediticias AAA, es decir, que la probabilidad de que no reciban los pagos prometidos es muy baja.

Hasta julio de 2007, cuando estalló la crisis financiera, los productos de crédito estructurado crecieron de manera exponencial. Por ejemplo, la emisión de algunos productos de crédito

estructurado en Estados Unidos y Europa creció de US\$500.000 millones en 2000 a US\$2.600 billones en 2007.

Muy complejos

Los productos de crédito estructurado se agrupan y subdividen en muchos tramos.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Notas: CDO (por sus siglas en inglés, *collateralized debt obligation*) = Obligación de deuda con garantía. Los porcentajes representan la proporción de bonos en el tramo calificado.

crédito estructurado. Los estructuradores solicitaban una calificación para los distintos tramos de riesgo dentro de una estructura. Si el tamaño o las características de los distintos tramos se consideraban inadecuados para lograr las calificaciones que permitían satisfacer la demanda correspondiente a estos tramos, las calificadoras recomendaban cambios estructurales (por ejemplo, reforzar las garantías) para alcanzar dichas calificaciones. Estas idas y venidas entre los estructuradores, que pagaban por las calificaciones, y las calificadoras, que las otorgaban, parecen como mínimo haber contribuido a socavar la independencia del proceso de calificación.

Contracción de la liquidez

Las dificultades más graves aparecieron cuando se descubrió que los métodos de financiamiento utilizados por los bancos para mantener estos productos de crédito estructurado difíciles de valorar e ilíquidos tenían fallas. Muchos de estos productos se mantenían en entidades fuera del balance de los principales bancos —por lo general, vehículos de inversiones estructuradas (VIE) o fondos especiales (*conduits*)— para aprovechar el menor costo financiero de estas operaciones, lo que permitía aumentar el apalancamiento en otros sectores del balance de los bancos. Estos fondos especiales se financiaban con papeles comerciales garantizados con activos a corto plazo (ABCP, por sus siglas en inglés), mientras que los pasivos de los VIE comprendían alrededor de una tercera parte de los ABCP y dos terceras partes del financiamiento a más largo plazo. El problema principal era la opacidad, ya que los inversionistas de ABCP no disponían de información exacta sobre las tenencias de estas entidades, y el público inversionista o algunos supervisores bancarios en general no estaban al corriente de la estrategia de financiamiento.

Cuando la confianza se deterioró, muchos tenedores de ABCP respaldados por productos de crédito estructurado ilíquidos se deshicieron de sus tenencias, redujeron el plazo de vencimiento que estaban dispuestos a aceptar o exigieron rendimientos más altos, especialmente si sospechaban que los productos de cré-

dito mantenidos estaban expuestos a las hipotecas de alto riesgo. Muchos VIE tenían líneas de crédito contingente con su banco matriz por si los compradores de ABCP decidían no renovar sus papeles. La contracción de la liquidez en el mercado de ABCP en agosto de 2007 dio lugar a una falta de liquidez general en el mercado interbancario, cuando se efectuaron giros sobre algunas de estas líneas de crédito contingente, o cuando los bancos transfirieron los activos de los VIE a sus balances para evitar el riesgo de dañar su reputación ante los inversionistas. A medida que los bancos comenzaron a tener dudas con respecto a sus propias necesidades de liquidez, decidieron acaparar liquidez, lo que agravó la falta de liquidez en el mercado interbancario.

Inicialmente, los bancos centrales proporcionaron liquidez de emergencia al sistema financiero, pero la necesidad ahora es crónica, lo que obligará a los bancos centrales a determinar nuevas formas de suministrar liquidez. Los principales bancos centrales han modificado sus operaciones —algunos en mayor medida que otros— para ajustarse a la actual contracción de la liquidez. En algunos casos, los bancos centrales han tenido que aceptar nuevos tipos de garantías, a veces de calidad inferior, para mantener el funcionamiento del mercado interbancario.

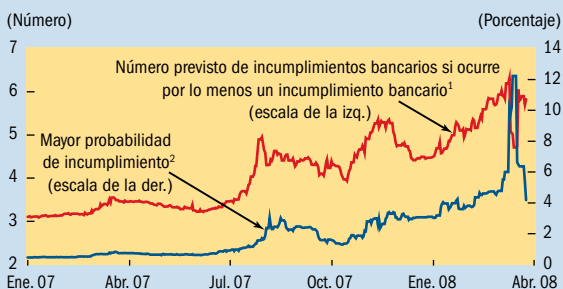
A pesar del respaldo de liquidez del banco central y, en algunos casos, de la reducción de las tasas de interés de referencia, la crisis se ha agravado y se ha ampliado. Las pérdidas de las principales instituciones financieras no solo incluyen las vinculadas con las hipotecas de alto riesgo estadounidenses (préstamos y productos estructurados conexos) sino también las pérdidas por los préstamos apalancados y sus productos estructurados conexos, otros tipos de hipotecas estadounidenses, inmuebles comerciales y préstamos empresariales. Según las estimaciones del FMI, correspondientes a todo tipo de instituciones financieras, tanto en Estados Unidos como en el extranjero, las pérdidas relacionadas con este país podrían ascender a unos US\$945.000 millones (FMI, 2008). Si bien estas estimaciones están sujetas a error debido a la información inadecuada sobre las exposiciones y el uso de precios de mercado, que podrían haber exagerado el valor de los títulos teniendo en cuenta los fundamentos económicos y los flujos de caja, parecen indicar que aún no se han revelado todas las pérdidas.

La confianza de las contrapartes se ha visto, por lo tanto, comprometida, y las instituciones financieras con balances menos sólidos que deben obtener más capital y garantizar su financiamiento observan que ahora es más costoso lograr dicho financiamiento. Los costos de financiamiento mediante bonos y capital accionario han aumentado, lo que puede observarse al examinar la evaluación del riesgo de insolvencia por el mercado. Estos riesgos, calculados según los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento, han aumentado, en promedio, más del doble, con respecto a principios de 2007, aunque se redujeron ligeramente después de que la Reserva Federal de Estados Unidos interviniera para facilitar la absorción de Bear Stearns por JPMorgan Chase (el gráfico 2). Además, utilizando una técnica que examina las posibilidades de que si un banco quiebra también quiebren otros, la probabilidad de que se produzcan muchos incumplimientos ha aumentado igualmente de manera considerable, lo que parece indicar que hasta cinco bancos podrían quebrar si uno quiebra. Por lo tanto, los riesgos de contagio de los principales bancos también se han incrementado.

Gráfico 2

Riesgos para la estabilidad financiera mundial

El riesgo de quiebras bancarias ha aumentado desde el verano de 2007.



Fuentes: Bloomberg L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹De una muestra de 15 instituciones financieras grandes y complejas.

²Mide la mayor probabilidad de incumplimiento de la muestra de estas 15 instituciones cada día.

Se agrava la situación

Varias tendencias recientes han agravado la situación actual. En primer lugar, *existe una dependencia creciente de la evaluación cuantitativa de los riesgos, especialmente los de crédito, sin aplicar un enfoque global a la gestión del riesgo*. En los últimos años, se han aplicado métodos cada vez más complejos para cuantificar los diversos riesgos, especialmente los de crédito. La evaluación de los productos de crédito estructurado complejos es particularmente difícil porque estos contienen no solo riesgos de crédito sino también de liquidez y de mercado.

En segundo lugar, *la aplicación más frecuente de reglas por parte de las instituciones financieras basadas en los precios al valor del mercado ha contribuido a reducir más rápidamente los precios a través de ventas forzadas*. Este tipo de comportamiento puede ocurrir cuando las valoraciones al precio de mercado se reducen por debajo de un umbral predeterminado, establecido normalmente a un nivel que evite nuevas pérdidas, o por un agente regulador para proteger a los inversionistas, por ejemplo, en los fondos de pensiones.

Por último, *el creciente uso del financiamiento al por mayor y a corto plazo para respaldar el modelo de “origenación y distribución” ha revelado una nueva vulnerabilidad*. En este nuevo modelo, que se basa en agrupar inmediatamente los préstamos en productos titulizados y venderlos a otros inversionistas, el crecimiento del crédito (titulizado) depende en mayor medida de la disposición de los inversionistas de mantener los papeles y títulos respaldados por activos para financiar los nuevos activos titulizados que de los depositantes estables a largo y corto plazo en los bancos para financiar los préstamos tradicionales. Este cambio estructural significa que existe menos liquidez en forma de depósitos estables a largo plazo y, en cambio, los bancos dependen de la “bondad de personas desconocidas”. El alcance de esta vulnerabilidad ha agravado la crisis, ya que se ha agotado la liquidez en los mercados de financiamiento que, por lo general, suelen funcionar en forma adecuada, y la creación de crédito a través de productos titulizados se ha reducido drásticamente.

Incentivos y más incentivos

¿Cómo resolver estos problemas? En el mercado inmobiliario, cualquier agente le dirá a un comprador potencial que los tres elementos fundamentales para invertir en este mercado son “la ubicación, la ubicación y la ubicación” de la propiedad. En los mercados financieros mundiales, la respuesta es “incentivos, incentivos e incentivos”. Existen muchos incentivos que afectan al comportamiento de los mercados financieros, algunos de los cuales dependen de la flexibilidad con la que operan los mercados mientras que otros son impuestos por las normas y regulaciones. Todos son difíciles de cambiar.

Problemas de gestión del riesgo. A menos que cambie la estructura de gobierno de las principales instituciones financieras de forma que tanto los gerentes de operativos como los de gestión de riesgos tengan la misma importancia para la gerencia, es poco probable que esta preste la atención suficiente al riesgo en la disyuntiva riesgo-beneficio. Convendría pagar a los operadores sobre una base ajustada en función del riesgo, y a la gerencia sobre una base cíclica. Esto eliminaría el doble problema de que no se

presta atención suficiente a los riesgos en la fase de expansión y de que a los operadores se les paga por mantener valores que aportan ganancias importantes a la empresa pero que son muy riesgosos. Los gerentes de gestión de riesgos deben ser recompensados por un análisis adecuado de los riesgos, aun cuando la gerencia no actúe según sus recomendaciones.

Para que ocurran estos cambios, los accionistas deben insistir en ellos en el marco de los resultados a largo plazo (y, por lo tanto, también deben tener una orientación a largo plazo), o los organismos reguladores deben imponerlos para abordar la preocupación por la estabilidad financiera, la cual, debido a su naturaleza de bien público, no afrontarían las distintas empresas.

Modelo de origenación y distribución. En el punto máximo del ciclo, los originadores de préstamos pudieron transferirlos a otros sin tener que mantener ellos mismos los riesgos. Por lo tanto, al no mantener riesgo alguno, no tenían ningún incentivo para comprobar la capacidad de pago del deudor. Los casos más evidentes fueron los denominados préstamos NINJA, los cuales no requerían ingresos, trabajo ni activos.

Podrían establecerse incentivos para fomentar la disciplina crediticia si el originador mantuviera una parte del riesgo de las perspectivas futuras de los préstamos, ya fuera a través de la reglamentación o porque los potenciales inversionistas en productos titulizados insistieran en ello. En ambos casos, es difícil de lograr. Existen muchas maneras de contrarrestar el riesgo de los préstamos, aun cuando se mantengan en el balance. El uso de derivados es común, y es difícil relacionar algunos métodos complejos con los propios préstamos, lo que complica la verificación. También podría exigirse al originador que garantizara que los préstamos originados sean “adecuados”, manteniendo una parte del riesgo en su balance sin apalancarlo, y supervisando los préstamos. Verificar el cumplimiento de este sistema exigiría tiempo y más recursos de supervisión. No obstante, el verano pasado las entidades de regulación bancaria de Estados Unidos emitieron nuevas directrices bancarias más estrictas para frenar en el origen los tipos más riesgosos de préstamos hipotecarios, y muchos estados también adoptaron estas directrices para los originadores hipotecarios no bancarios.

Vehículos fuera del balance. Un tema conexo es el incentivo del costo regulatorio de colocar activos y su financiamiento en vehículos fuera del balance, donde los riesgos son menos transparentes para los inversionistas de la institución financiera matriz, así como para los supervisores y las entidades reguladoras. Los avances en el establecimiento de normas de suficiencia de capital más adecuadas para los bancos de todo el mundo —lo que se conoce como el marco de Basilea II— pueden ayudar a reducir el incentivo relacionado con estos vehículos, pero solo si los supervisores utilizan plenamente su discreción para juzgar si los riesgos se transfieren verdaderamente a estas entidades y si el banco puede, por lo tanto, obtener alivio de capital.

Calificadoras de riesgo. Dado que los emisores que pagan a estas entidades son los que solicitan las calificaciones, es posible que tengan el incentivo de otorgar una calificación muy alta al activo subyacente para garantizar que el emisor pueda atraer compradores y, cuando las condiciones se deterioren, evitar una depreciación demasiado rápida de la categoría de modo que el sistema de calificación parezca creíble y estable. Este incentivo adverso se reduce, por lo menos en cierta medida, porque es necesario ser preciso y

realista en el proceso de análisis del riesgo crediticio a fin de garantizar la credibilidad y la demanda final de los valores calificados.

A raíz de los acontecimientos recientes, las calificadoras de riesgo coinciden en la necesidad de establecer “cortafuegos” entre los distintos ámbitos de sus operaciones de forma que haya verificaciones independientes entre los que otorgan las calificaciones iniciales y los que se encargan de modificar las calificaciones a lo largo del tiempo.

Financiamiento al por mayor. Por último, existe el incentivo de las instituciones financieras de no protegerse en forma suficiente ante las crisis de liquidez sistémica. La tendencia al uso del financiamiento al por mayor puede atribuirse al entorno de tasas de interés bajas y estables y a la decisión de los bancos de mantener activos más negociables en sus balances, lo que significa que el financiamiento al por mayor es menos costoso y más eficiente, pero solo “en los buenos tiempos”, cuando puede obtenerse fácilmente. En tiempos difíciles, los inversionistas que proporcionan estos fondos huyen hacia activos de alta calidad y, por lo tanto, los bancos tienen más dificultades para obtener financiamiento sólido. Cuando la situación se agrava considerablemente, muchas grandes instituciones financieras suponen que los bancos centrales intervendrán para resolver sus dificultades.

Obviamente los problemas financieros nunca son agradables para una institución, pero si la mayoría de ellas también afronta las mismas dificultades, entonces la necesidad de autoprotegerse es menos urgente. Dado que las instituciones nunca pueden estar seguras de que los problemas de financiamiento que experimentan originarán una respuesta del banco central a nivel de todo el sistema, tienen algún incentivo para mejorar sus propios sistemas de gestión del riesgo de liquidez, pero este mecanismo no será eficaz si perciben que los bancos centrales probablemente vendrán a rescatarlas, como lo han hecho.

Por lo tanto, si la estabilidad de todo el sistema es importante y las propias empresas no tienen el incentivo de proporcionar una protección de liquidez suficiente, será necesario establecer algún sistema de supervisión o regulación. Este sistema variará de un país a otro y, tal vez, por tipo de institución financiera, pero debe tener como objetivo lograr que

la institución financiera asuma una mayor parte del costo de protegerse ante un problema de liquidez.

Un método sería exigir a las instituciones que aumenten los activos líquidos a corto plazo que pueden utilizar como garantía de los préstamos de otras instituciones o del banco central. Estos coeficientes de activos líquidos son frecuentes en muchos países, pero tal vez deberían actualizarse a fin de considerar los nuevos tipos de instrumentos líquidos o establecer coeficientes más altos. Otra opción sería pagar más por un seguro o un servicio de liquidez contingente. Los bancos ya adquieren este tipo de seguro, pero es difícil determinar la solidez de estos contratos en caso de dificultades sistémicas. Por lo tanto, este seguro puede ser mucho más eficiente si se obtiene a través de una entidad pública. En teoría, la centralización del riesgo de liquidez dentro de una institución pública, como el banco central, puede ser preferible a la obtención de un seguro privado.

* * * * *

Una de las cuestiones difíciles que plantean los acontecimientos recientes es determinar hasta qué punto el problema de las hipotecas de alto riesgo podría haber puesto en peligro la estabilidad financiera mundial. Y aún será más difícil hallar mecanismos prácticos y eficaces para corregir los arraigados incentivos y estructuras —tanto en el mercado como en los sistemas de supervisión y regulación— que han provocado una profunda alteración de la intermediación financiera que podría afectar considerablemente al bienestar financiero de los ciudadanos de muchos países, muchos de los cuales están muy lejos del epicentro de la crisis. ■

Laura Kodres es Jefa de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Referencias:

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2007, Global Financial Stability Report, octubre, Estudios económicos y financieros (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, abril, Estudios económicos y financieros (Washington).



FMI *Boletín*

*Consulte la versión electrónica
del Boletín del FMI en
www.imf.org/imfsurvey*

El flagelo de las

Randall Dodd y Paul Mills

Cualquiera de los innumerables problemas del mercado hipotecario de Estados Unidos se hubiese podido remediar, pero al conjugarse generaron una crisis que se propagó por todo el mundo

YA SE aprecian las causas de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Todo empezó con fallas en las prácticas de colocación de los préstamos, que se fueron multiplicando. Los daños se propagaron en cada etapa de un complicado proceso de originación de una hipoteca de alto riesgo, convertida luego en un valor garantizado por un activo que pasaba a integrar una obligación de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés), que se calificaba y se vendía a inversionistas.

No está muy claro cómo la crisis llegó a otros sectores del sistema financiero mundial. Como un virus invisible que infecta a muchas personas y comunidades, la crisis financiera se propagó cuando las pérdidas de los intermediarios en un mercado no transparente despertaron inquietud con respecto a la liquidez y la solvencia de otro. Así como las enfermedades se transmiten por contacto con personas, animales o alimentos contaminados, esta crisis se ha transmitido a través de instituciones y mercados interconectados, dejando a otros prácticamente incólumes.

En este artículo se examinan los orígenes de la crisis hipotecaria y los distintos lugares, algunos inusitados, en que se han observado sus efectos, como los mercados de préstamos interbancarios, de papeles comerciales a corto plazo o incluso de bonos municipales.

El virus de los préstamos de alto riesgo

La concesión de préstamos a personas de bajo ingreso y bajas calificaciones de crédito no es mala ni irresponsable de por sí, pero es prudente controlar los riesgos mediante un examen más detenido del prestatario, normas más estrictas para las garantías y tasas acordes con la magnitud de los riesgos.

Muchas veces, sin embargo, se relajaron las normas para los préstamos de alto riesgo y de tipo "Alt-A" (un riesgo intermedio entre el primer grado y el grado inferior). Incluso muchas hipotecas eran de tipo "ninja" (a personas sin ingresos, sin empleo y sin activos) y, para empeorar las cosas, inicialmente ofrecían tasas bajas como "gancho" u otras condiciones, como la opción



hipotecas de alto riesgo

de pagar únicamente intereses o de amortización negativa, que las hacía parecer más asequibles a los deudores, los cuales podían obtener una hipoteca mayor, pero con pagos futuros más altos cuando la tasa “gancho” expirase o empezaran los pagos al principal.

Ese comportamiento tan arriesgado se justificaba argumentando que los precios de las viviendas se apreciaban aceleradamente y en Estados Unidos no habían bajado a nivel nacional desde los años treinta. Por consiguiente, los altos precios de las garantías mitigarían o eliminarían gran parte de los posibles problemas de reembolso. Si el deudor no pagaba a tiempo, el aumento del valor de la vivienda facilitaría un refinanciamiento o, en caso de embargo, esta cubriría el préstamo y los intereses y multas acumulados. Si los precios de las viviendas seguirían aumentando y las razones préstamo/valor siempre bajarían, ¿qué podría salir mal?

La transformación de los préstamos para vivienda en valores (cuyos pagos de renta y amortización se transfieren a los inversionistas a través de un fideicomiso) creó más problemas. Si bien todos los valores respaldados por hipotecas (MBS) que son emitidos por entidades patrocinadas por el gobierno (EPG) de Estados Unidos (Fannie Mae y Freddie Mac) tienen normas comunes de colocación, los MBS emitidos por las principales firmas de Wall Street no tenían normas homogéneas. Ello elevaba considerablemente el costo de entender la información revelada, así como las primas para mantener la confianza. La debida diligencia de los inversionistas no bastaba ante esta mayor carga de información.

Los inversionistas se valieron de las agencias calificadoras del riesgo crediticio. Estas agencias tienen una larga y reconocida trayectoria en la calificación de bonos, pero los MBS y los CDO hipotecarios de alto riesgo eran instrumentos nuevos y más complejos. Los CDO son valores estructurados respaldados por conjuntos de valores, préstamos o derivados de crédito cuyos flujos de caja se dividen en segmentos, llamados tramos, con diferentes características de reembolso y rentabilidad.

Como las hipotecas de alto riesgo eran nuevas, había poca información sobre sus resultados anteriores, una deficiencia muy importante a la hora de evaluar su comportamiento —individual o en grupo— en casos de tensión económica. Gracias al optimismo que había con respecto a su desempeño, más del 90% de los préstamos de alto riesgo titulizados se convirtieron en valores con la calificación máxima de AAA (FMI, 2008).

Los incentivos del mercado para los originadores, tituladores e incluso agencias calificadoras del riesgo de los préstamos no despertaron escepticismo en torno a estos títulos difíciles de entender. Al contrario, los incentivos incrementaban el volumen de las transacciones e incitaban a soslayar aspectos como la calidad del crédito y la prudencia, ya que a los jugadores se les pagaba para que cerraran negocios y el riesgo en última instancia correría por cuenta de otros: los inversionistas finales.

La complejidad de estas inversiones estructuradas —los valores se dividen en varios tramos, cada uno con un riesgo diferente y

vendidos por separado— planteaba retos adicionales para la calificación del riesgo. El modelo de calificación del riesgo resultó inadecuado para prever el incumplimiento no solo a nivel individual sino también simultáneo en los distintos mercados de vivienda de Estados Unidos, e impedía calcular correctamente el riesgo de crédito de cada tramo. Se suponía que los tramos superiores, mejor calificados, tenían poca correlación con los tramos inferiores, más arriesgados. Sin embargo, cuando se conoció la baja calidad de los préstamos y se rebajó la calificación de los títulos, todos empezaron a perder valor.

Se argumentaba que los precios de las viviendas se apreciaban aceleradamente y en Estados Unidos no habían bajado a nivel nacional desde los años treinta.

Una vez que los títulos se distribuyeron y se negociaron en bolsa, surgieron más problemas. La vulnerabilidad de las posiciones de inversión apalancadas, o poco capitalizadas, y la iliquidez de muchos mercados de crédito estructurados salieron a relucir cuando se suspendieron las negociaciones en otros mercados, como los de MBS vinculados a hipotecas de alto riesgo, los CDO, los papeles comerciales garantizados con activos (ABCP), y los derivados de crédito (Dodd, 2007). La estrategia de fuerte apalancamiento, a través de deuda o derivados, para elevar la rentabilidad del capital, puso a los inversionistas a merced de una gran oscilación de los precios del mercado. Los originadores de hipotecas, agentes y operadores, fondos de cobertura, y vehículos de inversiones estructuradas (VIE) que los bancos mantenían fuera de su balance, estaban muy apalancados. La principal estrategia de gestión del riesgo era procurar negociar rápidamente las posiciones generadoras de pérdidas. Pero esa estrategia, que se basa en la liquidez de los mercados, falló cuando estos quedaron ilíquidos.

Una situación en la que todas las negociaciones van en una sola vía (todos tratando de vender o de comprar) resulta difícil para los mercados financieros; pero la liquidez de algunos mercados ha resultado más fiable que la de otros. Las bolsas de valores de Estados Unidos permanecieron líquidas incluso durante el desplome de 1987 y el mercado bajista que siguió al boom informático de principios de este decenio. Ello no ocurrió en el caso de los mercados extrabursátiles de títulos relacionados con hipotecas y derivados de crédito. Estos mercados no tienen agentes obligados o comprometidos a mantener la liquidez del mercado mediante ofertas de compra y venta en el curso de la jornada. En los períodos de tensión, los agentes pueden suspender la creación

de mercado, y la falta de negociaciones elimina una manera independiente de ajustar las posiciones al valor de mercado (véase “El abecé de los mercados extrabursátiles” en la pág. 34). A medida que aumentaba la volatilidad en los mercados de crédito y MBS, aumentó el riesgo de crear mercados y mantener valores en existencia. Ello redujo la voluntad de los agentes para ofrecer liquidez a quienes deseaban operar en el mercado.

El virus se propaga

Cualquiera de estos problemas por sí solo habría planteado una situación difícil, pero quizá autocorregible y confinada al mercado de alto riesgo. Las pérdidas causadas directamente por las hipotecas de alto riesgo han sido relativamente pequeñas, y equivalen a una caída del 2%–3% en los precios de las acciones estadounidenses. Pero los problemas se conjugaron y propagaron a sectores clave del sistema financiero y la economía. En general, el FMI estima, en su Informe sobre la estabilidad financiera mundial de abril de 2008 que las pérdidas mundiales podrían llegar a US\$945.000 millones una vez que se incluyan otras, como las de los inmuebles comerciales. La velocidad y amplitud de la propagación fue sorprendente, y muchos de los siguientes 10 efectos secundarios de la crisis hipotecaria desconcertaron a los analistas.

Pésima calidad de las normas para los créditos de alto riesgo y Alt-A en 2006–07. A medida que se acumulan los incumplimientos y ejecuciones hipotecarias, la baja calidad de los préstamos concedidos en 2006–07 no deja de asombrar a los analistas. Sin una recesión que genere este tipo de pérdidas, dos cosas quedaron claras. Primero, muchos solo podían pagar su hipoteca si la apre-

ciación de la vivienda porque continuaba, lo cual les permitiría refinanciar antes de que terminaran sus tasas “gancho”. Al bajar los precios en muchas partes, se multiplicaron los incumplimientos y las ejecuciones porque los deudores no podían refinanciar la hipoteca. Segundo, un gran número de deudores, agentes y tasadores inflaban los precios de las viviendas y los ingresos de los solicitantes de crédito. Si la apreciación de las viviendas no continuaba, no habría modo de pagar muchas de estas hipotecas. Aunque el reajuste de las tasas en algunos casos está agravando los problemas de incumplimiento, ello no fue la causa inicial.

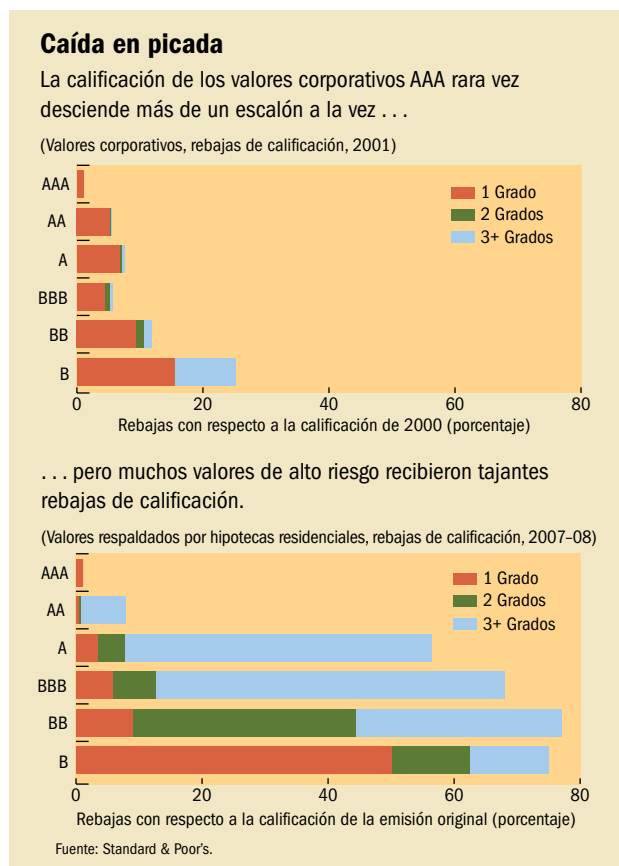
Grado y velocidad de reclasificación de los valores respaldados por activos. Los inversionistas han aprendido en carne propia que la calificación de los títulos de crédito estructurados tiene mayores posibilidades de sufrir un rápido y severo descenso que la de los bonos corporativos (véase el gráfico). Las reclasificaciones de los títulos de alto riesgo no solo se aceleraron, sino que solían bajar varios escalones debido a la sensibilidad de la calificación de esos valores a los supuestos aumentos de las pérdidas crediticias. Como resultado, ha disminuido la fe de los inversionistas en las opiniones de las agencias calificadoras del riesgo: a partir de agosto de 2007, las primas de riesgo de crédito de los MBS de viviendas de Estados Unidos con calificación AAA son semejantes a las de los bonos corporativos de calificación BBB.

Este problema ha afectado especialmente a los bancos que conservaron los tramos de CDO de calificación AAA “superior privilegiada” que ellos patrocinaban. Algunos bancos no tenían la pericia para analizar los riesgos de estos instrumentos respaldados por activos, y su debida diligencia efectivamente se basaba en el análisis de las agencias calificadoras, de modo que cuando empezaron a bajar de categoría en julio de 2007, los bancos registraron importantes pérdidas por ajuste a los precios del mercado.

Pánico en los fondos del mercado monetario en agosto de 2007.

El primer descenso general de los mercados ocurrió en julio, tras una ronda importante de reclasificación de MBS de alto riesgo (en vista del aumento de los incumplimientos) y dos fondos de cobertura patrocinados por la firma Bear Stearns de Wall Street trataron de liquidar grandes posiciones en esos valores. Tras el anuncio del banco francés BNP en agosto de que suspendía los retiros de algunos fondos del mercado monetario, se generalizó la turbulencia en el mercado interbancario. Temiendo una fuerte demanda de efectivo por retiros de los clientes, los fondos trasladaron defensivamente sus carteras de depósitos bancarios y papeles comerciales a mediano y largo plazo (en la práctica, pagarés empresariales) a vencimientos ultracortos y a un día. Esto provocó una fuerte demanda de liquidez a corto plazo y un colapso del mercado de ABCP, los efectos de corto plazo utilizados para financiar las inversiones, no incluidas en el balance, en activos a largo plazo. Lo anterior dificultó la obtención de préstamos por parte de los bancos de Europa y Norteamérica a plazos mucho mayores de un día. Pese a que en ese momento había poca preocupación por la solvencia de los bancos, los beneficios de otorgar préstamos a vencimientos más largos no alcanzaban a compensar el riesgo de otorgar créditos a contrapartes que podrían caer en desgracia.

Un sistema bancario “oculto”. El desplome de la demanda de ABCP enfocó la atención hacia los VIE que varios bancos patrocinaban directamente o a través de considerables compromisos de crédito. En esencia, estas entidades no incluidas en el balance



transformaban la liquidez: tomaban los productos a corto plazo de las ventas de ABCP y compraban activos a más largo plazo, a semejanza de lo que tradicionalmente hacen los bancos en el balance, tomando depósitos y concediendo préstamos; pero como no estaban incluidos en el balance, no necesitaban tanto capital para cumplir las normas de capitalización bancaria. Cuando el mercado de ABCP se desplomó, los bancos tuvieron que conceder préstamos a estas entidades y pronto tuvieron que decidir si las incluían oficialmente en sus balances. Algunos bancos lo hicieron, acrecentando sus balances y el capital requerido; pero otros no, lo cual suscitó ventas de activos y pérdidas para los inversionistas. Aunque las agencias calificadoras y las autoridades sabían de estas entidades, su tamaño (activos por más de US\$1 billón) y su contribución a la demanda de activos de riesgo no eran bien conocidos antes de agosto de 2007.

Grado de los compromisos de liquidez de los bancos. Ante las dificultades para financiarse en los mercados al por mayor, los bancos empezaron a “acaparar” liquidez conservando los activos más próximos al efectivo y reduciendo los plazos de sus préstamos a otros bancos. Los bancos se interesaron más por el número de compromisos de crédito que habían suscrito con otros bancos, fondos de cobertura y empresas. Al mismo tiempo, como les resultaba más difícil recaudar fondos mediante la venta de préstamos en los mercados de valores, elevaron el número de préstamos que mantenían en sus libros. Los bancos sufrían presiones de liquidez por ambos lados: tuvieron que conservar préstamos que planeaban vender y cumplir compromisos de crédito que no deseaban. Esto coincidió con la creciente renuencia de los bancos a conceder préstamos a otros bancos. El resultado fue una iliquidez sin precedentes en los mercados interbancarios.

Rápida fuga de los bancos hacia la liquidez. Ante la inquietud por el crédito de la contraparte y la acaparación de activos líquidos, hasta los bancos solventes tienen dificultades para financiarse. Northern Rock, del Reino Unido, requirió fondos de emergencia del Banco de Inglaterra ya que no pudo titular ni vender las hipotecas que poseía, no pudo obtener efectivo de otros bancos, y sus activos líquidos solo le alcanzaban para unas pocas semanas. Bear Stearns sufrió una “corrida” del mercado al por mayor pese a que los supervisores garantizaban que su capital regulatorio excedía los requisitos. Bear Stearns agotó en tres días su reserva de liquidez por US\$17.000 millones, a pesar de que la Reserva Federal de Nueva York y JPMorgan Chase negociaban su rescate. Northern Rock y Bear Stearns ilustran la fragilidad de la confianza en los mercados al por mayor y la rapidez con que se puede agotar el dinero de una entidad cuando se mancha su reputación y los mercados están ilíquidos.

El miedo a manchar la reputación ayuda a entender por qué los bancos han sido reacios a utilizar las líneas de crédito entre ellos. Temen suscitar rumores de pérdida de liquidez. Tampoco han querido utilizar el apoyo de los bancos centrales. Como resultado, la Fed amplió su ventanilla de ofertas de liquidez de manera anónima. Otros bancos centrales están adoptando medidas semejantes.

Concentración del riesgo de crédito de las hipotecas de alto riesgo en los aseguradores de bonos. Algunos aseguradores de

bonos (las compañías “monolínea”), que antes se especializaban en ofrecer protección para el riesgo de crédito de los bonos municipales y de infraestructura, en 2003 empezaron a asegurar valores respaldados por activos y CDO para reforzar las calificaciones AAA de los tramos más seguros. El aumento de la morosidad y las ejecuciones hipotecarias llevó al desplome de estos valores e incrementó los pasivos de los aseguradores, que fueron reclasificados o su calificación fue puesta bajo observación por las agencias calificadoras. Se estima que los dos mayores aseguradores, Ambac y MBIA, habrían perdido US\$23.000 millones y se vieron obligados a recaudar capital adicional.



Desplome de los mercados de bonos municipales y préstamos estudiantiles. Los graves problemas de las compañías monolínea afectaron los mercados de bonos municipales y valores respaldados por préstamos estudiantiles. Más de la mitad de los US\$2,6 billones en bonos municipales en circulación son garantizados por compañías monolínea y reciben una calificación de crédito AAA. Estas garantías homogeneizan gran parte de los más de 2 millones de diversos bonos que circulan, convirtiéndolos en valores de calificación AAA.

En los últimos años, el mercado ha reemplazado los bonos tradicionales de cupón fijo por otros instrumentos innovadores, como los valores a un tipo de adjudicación (ARS). Si bien para los deudores los ARS suelen ser instrumentos a largo plazo, los prestamistas los consideran a corto plazo porque su tasa de interés se reajusta con frecuencia en un sistema de subasta a la baja, en que los tenedores también tienen la opción de vender el título. En circunstancias normales, los intereses son menores para el emisor y la inversión es más líquida para los administradores de dinero de las empresas e instituciones; pero los problemas de los aseguradores suscitaron dudas sobre la calificación crediticia de los ARS y, si bien los agentes-operadores tradicionalmente presentaban ofertas para equilibrar el mercado, dejaron de hacerlo cuando descubrieron que estaban adquiriendo un volumen excesivo de valores. Como resultado, las subastas fracasaron, y muchos municipios tuvieron que pagar tasas de interés mucho más altas.

Muchas firmas especializadas en préstamos estudiantiles utilizaban la técnica ARS, y tras el fracaso de las subastas tuvieron que suspender sus operaciones o la concesión de nuevos préstamos.

El mercado hipotecario de Estados Unidos dependía de entidades patrocinadas por el gobierno para hacer frente a la crisis. Las autoridades estadounidenses se han valido más que de costumbre de organismos federales y empresas patrocinadas por el Estado para brindar apoyo al mercado hipotecario. Este apoyo ha asumido la forma de refinanciamiento de hipotecas (Federal Housing Administration), fuerte aumento de los préstamos a los bancos hipotecarios que necesitan liquidez y mayor adquisición de MBS (Federal Home Loan Banks), compra de más hipotecas y emisión y compra de más MBS (EPG), y suministro de liquidez con una gama más amplia de garantías hipotecarias de un mayor número de contrapartes (Reserva Federal). En resumen, las autoridades estadounidenses han movido casi todas las palancas a su disposición para sostener la actividad hipotecaria.

Escala del desapalancamiento forzoso de los bancos. Los bancos han sufrido pérdidas, han incorporado a sus balances activos de VIE y fondos de cobertura quebrados, y han tenido que cumplir compromisos de préstamo. Como resultado, se han visto obligados a racionar el capital más estrictamente. Con el capital deteriorado y difícil de recaudar externamente, los bancos han tratado de reducir los préstamos voluntarios y endurecido las condiciones para los créditos ya concedidos, ya sean préstamos de consumo garantizados por el capital inmobiliario o préstamos a fondos de cobertura. Los bancos comerciales son por naturaleza apalancados, y un descenso relativamente pequeño del capital puede traducirse en un descenso mucho mayor en el total de préstamos. Según una estimación, las pérdidas del sistema bancario estadounidense por US\$400.000 millones en la crisis actual se traducirían en un descenso de US\$2 billones en el total de préstamos y una reducción del 1,2% en el PIB del país (Greenlaw y *et al.*, 2008; FMI, 2008).

La resistencia: No todas las sorpresas fueron malas

Si bien fueron muchas las malas noticias durante la propagación de la crisis, hubo unas cuantas sorpresas favorables.

Primero, hasta el **momento, la propagación de los problemas a los mercados emergentes ha sido limitada, y el crecimiento y la demanda mundial de materias primas se mantienen pujantes.** Los mercados emergentes no han sido del todo inmunes. En algunos países, como Kazajistán e Islandia, se han sentido tensiones en el sector bancario; las primas de los bonos de los mercados emergentes han aumentado, y algunas bolsas han caído precipitadamente (tras un fuerte aumento en unos pocos años anteriores). Pero hasta el momento no ha ocurrido ninguna crisis considerable, ni se ha producido una fuga de capital masiva y desestabilizadora, ni las economías reales se han contraído.

Segundo, la **disposición de los fondos soberanos de inversión para suministrar capital a los bancos comerciales y de inversión en apuros ha sido favorable para la estabilidad financiera mundial.** Hasta marzo de 2008, estos fondos habían aportado capital a los bancos y a aseguradores por US\$45.000 millones, aunque la continuación de las pérdidas en el mercado hace menos probables nuevas inyecciones de capital en el corto plazo.

Algunos remedios posibles

Si bien las medidas de política aún están en la fase de diseño, se deben tener en cuenta varios objetivos clave para corregir los problemas actuales y evitar que se repitan:

- **Atenuar el apalancamiento.** Ciertos elementos de los mercados financieros modernos requieren tanto apalancamiento que son vulnerables a grandes oscilaciones de los precios y a la iliquidez del mercado. Como hemos visto, el desapalancamiento empeora la escasez de crédito, y las ventas forzosas generan un movimiento excesivo de los precios. Las autoridades deben aplicar límites de prudencia más estrictos para el apalancamiento, quizá elevando los requisitos de capital o de constitución de garantías.

- **Mejorar la gestión de liquidez.** Algunas instituciones principales han resultado menos resistentes de lo previsto a los shocks de financiamiento. Los participantes clave del mercado deben buscar mejores maneras de proporcionar liquidez para las operaciones.

- **Fomentar la liquidez del mercado.** En los mercados extrabursátiles, la liquidez del mercado, y a su vez el descubrimiento de precios, ha resultado endeble. Se requieren medidas para reforzar la confianza en la liquidez de estos mercados, por ejemplo, formalizando las obligaciones de cotizar que tienen los operadores (como ocurre en el mercado del Tesoro de Estados Unidos).

- **Promover la diligencia debida.** Los inversionistas demostraron falta de diligencia debida y excesiva confianza en las calificaciones crediticias al invertir en valores estructurados. Los inversionistas institucionales, en particular, requieren una mayor diligencia al adquirir una nueva clase de activos. Para mejorar la vigilancia, los productos de crédito estructurados deben ser más sencillos y fáciles de valorar independientemente por parte de los inversionistas.

- **Mayor transparencia.** La falta de transparencia del precio de mercado en los instrumentos de crédito estructurados ha agravado los desafíos contables y de valoración creados por la crisis. El aumento de información al público sobre los precios y las negociaciones contribuirá al descubrimiento de los precios y a la valoración a precios de mercado. Además, los bancos necesitan incentivos para consolidar entidades que no se incluyen en los balances.

Una epidemia pertinaz

¿Qué hemos aprendido? Primero, la titulización ha transferido algunos riesgos de crédito del sistema bancario, pero no tantos como se preveía, y a expensas de la transparencia. El descubrimiento de dónde se acumulan las pérdidas está demorando mucho. Segundo, los mercados extrabursátiles no son siempre líquidos en tiempos difíciles. La perturbación de los mercados interbancarios ha sido más profunda y duradera que lo previsto antes de agosto de 2007, lo cual significa que las instituciones deben estar en condiciones de sobrevivir con sus propios recursos por un tiempo largo. Tercero, la gestión del riesgo en cada banco se ha enfocado en proteger a la institución, prácticamente sin tener en cuenta los riesgos sistémicos. Como resultado, las medidas individuales, racionales para la supervivencia, colectivamente han generado resultados irracionales. Por último, la resolución de la crisis ha sido extremadamente compleja en un mundo de dispersión de riesgos y productos derivados. Los bancos centrales se han visto obligados a innovar rápidamente para contener los brotes, y aun así la crisis ha persistido. La lucha contra esta epidemia ha resultado más difícil de lo que imaginaron los médicos. ■

Randall Dodd es Asesor y Paul Mills es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

Dodd, Randall, 2007, "Los tentáculos de la crisis hipotecaria", Finanzas & Desarrollo, vol. 44 (diciembre), págs. 15-19.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008, Global Financial Stability Report, abril (Washington).

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap y Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", documento presentado en un foro sobre la política monetaria de Estados Unidos el 29 de febrero.

Asia: Reflexiones sobre la crisis hipotecaria

Las expresiones de moda han cambiado, pero abundan las semejanzas entre la crisis financiera asiática de 1997 y la actual

Khor Hoe Ee y Kee Rui Xiong

EL AÑO pasado se cumplieron 10 años de la crisis financiera de Asia. Los aniversarios suelen ser un buen momento para repasar las lecciones aprendidas, y este no fue la excepción. Se celebraron muchas conferencias para analizar lo ocurrido y estudiar mecanismos que permitan evitar otras crisis.

Casi no habían terminado estas conferencias cuando ya había surgido una nueva crisis, esta vez con otro epicentro: Estados Unidos y Europa, y con otras expresiones de moda. La titulación, las hipotecas de alto riesgo y las obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés) no tienen nada que ver con las paridades fijas, la excesiva deuda empresarial y la deuda externa que estuvieron en boga durante la crisis de Asia, pero en el fondo las causas de los dos episodios son semejantes: en ambos, cundió el pánico entre los inversionistas ante la incertidumbre en torno a la seguridad y valuación de los activos, y en ambos se originó una fuga hacia la liquidez y un aumento de la insolvencia del sistema bancario.

¿Cuáles son las señales que deberían alertar a las autoridades de la posibilidad de una crisis? Y ¿cómo se pueden detectar problemas recurrentes, solucionables en períodos tranquilos, a fin de mitigar los riesgos y amortiguar el impacto de las crisis? En este artículo se examinan la crisis de las hipotecas de alto riesgo y la crisis de Asia, las lecciones aprendidas y las razones por las que Asia ha resistido, hasta el momento, la crisis actual.

Señales tempranas de alerta

Un elemento común en ambas crisis fue la **liquidez abundante y la expansión excesiva e imprudente del crédito**. Antes de la crisis de Asia se produjo una gran afluencia de capital hacia la región (gráfico 1), que originó un fuerte

aumento del crédito bancario y el endeudamiento empresarial. Los inversionistas extranjeros adquirieron valores asiáticos de alto rendimiento o instrumentos de deuda denominados en dólares de EE.UU. suponiendo que las economías asiáticas seguirían creciendo rápidamente y las paridades cambiarias se mantendrían fijas indefinidamente. Del mismo modo, la crisis actual estuvo precedida de flujos masivos de capital hacia Estados Unidos para financiar sus déficits en cuenta corriente. Esa abundante liquidez

Un billete de US\$2 pegado a la puerta del edificio de Bear Stearns en Nueva York luego de que JPMorgan Chase ofreciera la compra de esta empresa a US\$2 por acción.

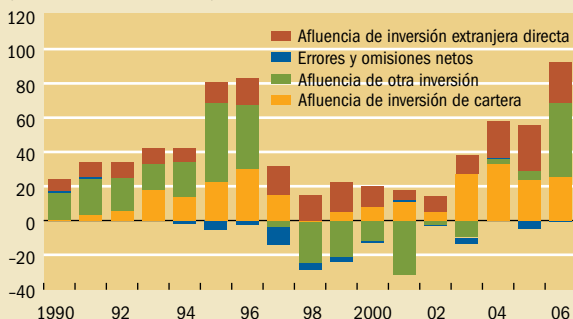


Gráfico 1

Afluencia masiva de capital

En los dos años previos a la crisis financiera de Asia de 1997 la afluencia de capital a la región creció espectacularmente.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC y FMI, *International Financial Statistics*.

se transformó en crédito de consumo e hipotecas, que luego se convirtieron en valores respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) y CDO. La búsqueda de rendimientos estimuló la demanda de esos productos estructurados y muchos inversionistas se guiaron únicamente por el grado AAA que recibieron de las agencias de calificación de riesgo.

Los prestamistas también buscaban rendimientos, y la abundancia de liquidez llevó a la **relajación de las normas de crédito**. En la crisis financiera de Asia, la imprudencia llevó a otorgar créditos a grandes sociedades vinculadas con los bancos, o a megaproyectos y urbanizaciones de dudosa viabilidad comercial. En el caso de la crisis hipotecaria, esa búsqueda generó una proliferación de préstamos hipotecarios de alto riesgo a los denominados deudores “ninja” (sin ingresos, sin empleo y sin activos).

Otra señal de alerta anterior a las crisis fue el **acelerado ascenso de los precios de los activos inmobiliarios**. Los precios de Estados Unidos, por ejemplo, subieron un 50% entre 2001 y 2006. De hecho, en crisis anteriores, estas burbujas de los activos se han atribuido al crédito barato. Según la conocida hipótesis de Minsky acerca de la inestabilidad financiera (1992), un ciclo de pujante crecimiento incita al aumento del apalancamiento. Minsky clasifica a los prestatarios en tres categorías, con una capacidad descendente para efectuar los pagos de intereses y principal: los prestatarios cubiertos, que pueden atender los pagos con su flujo de caja; los especuladores, que solo pueden pagar los intereses pero tienen que renovar el principal; y los prestatarios de Ponzi, que no pueden pagar ni los intereses ni el principal e incluso para poder pagar los intereses tienen que obtener préstamos o vender activos. La proliferación de prestatarios de Ponzi y especuladores crea inicialmente una burbuja de los activos y posteriormente, cuando se llega a la conclusión de que el aumento del crédito es insostenible, una reducción repentina del financiamiento y un desplome.

En ambas crisis se observa esa inestabilidad financiera. El aumento de las hipotecas de alto riesgo, basado en un endeudamiento especulativo y de Ponzi, podría haber atrapado a Estados Unidos en un ciclo de precios de la vivienda aparentemente virtuoso pero intrínsecamente vicioso. Mientras los precios de las viviendas aumentaran, los acreedores se sentían seguros porque

las garantías se apreciaban, lo que a su vez alimentaba la demanda de viviendas y los precios. También en Asia, el auge de la economía y el crédito barato estimularon el crédito a las empresas, muchas veces para proyectos poco rentables que se sostenían únicamente con nuevas inyecciones de deuda. Ambos ciclos eran insostenibles e inevitablemente iban a corregirse (gráfico 2).

Las burbujas del mercado de activos son difíciles de detectar en su momento. También es difícil juzgar en qué momento el crecimiento del crédito resulta excesivo. En todo caso, las dos crisis parecen indicar que las prolongadas fases ascendentes de los precios de los activos (sobre todo inmobiliarios) y el rápido crecimiento del crédito deben dar lugar a un aumento de la supervisión y a la búsqueda de posibles distorsiones del mercado.

Los problemas se repiten

Además de los mismos síntomas, las dos crisis tuvieron los mismos problemas, que podrían ser el mal subyacente.

En ambos casos la imprudencia de los prestamistas en la concesión de crédito obedecía al clásico **problema principal-agente**. En la crisis de Asia, los bancos se apartaron de los intereses de los accionistas y concedieron crédito indiscriminadamente a empresas y proyectos, por recomendación del gobierno o por su relación con accionistas influyentes. En la crisis hipotecaria, los inversionistas en CDO y MBS suponían que los prestamistas mantenían la calidad del crédito; pero con el modelo de “originación y distribución”, estos tenían pocos incentivos para vigilar la calidad de un crédito que no se quedaría en sus manos: los prestamistas concedían hipotecas que inmediatamente vendían a los bancos, que a su vez las empacaban en forma de valores negociables, ya que su intención era maximizar los ingresos por la titulización y no por intereses del préstamo. Dada la escasa o nula participación en los préstamos subyacentes, se relajaron considerablemente las normas para la concesión de crédito, lo cual provocó altas tasas de incumplimiento cuando sobrevino la fase recesiva del mercado inmobiliario.

También hubo ejemplos clásicos de **riesgo moral**, ya que el riesgo para los prestamistas y prestatarios era mínimo. Algunos sistemas bancarios y megaproyectos previos a la crisis de Asia parecían tener una garantía de rescate de facto de sus gobiernos (Krugman, 1998), lo cual animaba a los bancos a conceder crédito sin preocuparse por la viabilidad comercial del proyecto. Asimismo, muchos bancos y sociedades tomaron créditos en moneda extranjera a menores tasas de interés, suponiendo que las paridades fijas se mantendrían indefinidamente. En la crisis actual, inversionistas y bancos invirtieron fondos de corto plazo en productos financieros estructurados complejos y a largo plazo, como los MBS y CDO, suponiendo que siempre podrían renovar esos fondos en el (sumamente líquido) mercado interbancario y monetario, ya que los bancos centrales pueden inyectar liquidez en caso necesario.

La periódica aparición del riesgo moral y de agente en todas las crisis podría ser indicio de su carácter sistémico. No obstante, las autoridades tienen la obligación de diseñar sistemas y políticas que reduzcan esos riesgos al mínimo y mitiguen sus efectos.

Diferentes respuestas de política económica

Si bien la crisis hipotecaria continúa, ha pasado a la fase de gestión y resolución. Las diferencias entre las medidas de política de hace 10 años y las adoptadas ahora resultan interesantes.

En la crisis hipotecaria, los principales bancos centrales han intervenido resueltamente para suministrar liquidez a fin de contener las perturbaciones y el contagio en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Estados Unidos ha rebajado considerablemente las tasas de interés para ampliar la oferta monetaria y el Congreso ha aprobado una ley de estímulo fiscal. En la crisis de Asia, inicialmente se aplicaron medidas monetarias y fiscales contractivas para apoyar los tipos de cambio a fin de evitar salidas masivas de capital y retiros de las reservas internacionales, lo cual contribuyó a la caída en espiral de la economía real. Solo después de que se estabilizaron los tipos de cambio a un nivel inferior, los gobiernos adoptaron políticas fiscales más expansivas para apoyar la economía real.

También hay grandes diferencias entre la recapitalización de los bancos públicos y privados, al menos en la fase inicial de la resolución de la crisis. En la crisis de Asia, muchos gobiernos asumieron los préstamos en mora e inyectaron capital fresco a los bancos, mientras que el FMI complementó las reservas internacionales de los bancos centrales deficitarios. Solo después vinieron las sustanciales inyecciones de capital privado, en forma de compras de la mayoría de las acciones de un banco por parte de inversionistas extranjeros. En la crisis actual, los bancos se han recapitalizado principalmente mediante colocaciones directas o a través de inyecciones de capital de fondos soberanos de inversión; con dos notables excepciones: Northern Rock, nacionalizado por el gobierno británico, y Bear Stearns, cuyo rescate expuso a la Reserva Federal a posibles pérdidas provenientes de los activos deteriorados del banco

rescatado. No obstante, si la crisis hipotecaria empeora, los gobiernos seguramente tendrán que asumir una función mayor y más directa en la estabilización de la economía y el sistema bancario.

Enseñanzas de Asia

Las economías industriales deberían imitar a Asia en dos aspectos para recuperarse de su crisis financiera. El primero es la **reducción del apalancamiento de los prestatarios que quedaron en una situación difícil al estallar la crisis**. En la crisis de Asia, los prestatarios eran sociedades y bancos excesivamente apalancados y dependientes de deuda externa. Los equivalentes hipotecarios son:

- El sector de la vivienda de Estados Unidos, cuya deuda en función del ingreso disponible ha pasado de cerca del 80% en 1990 a casi 140%, y en el que muchos deudores tomaron préstamos a bajas tasas de interés iniciales y altas tasas de renovación.
- Los bancos que participaron en inversiones no incluidas en el balance, que ahora se ven obligados a incluirlas.
- Los bancos de inversión, que participaron en transacciones fuertemente apalancadas como agente-operador con una base de capital insuficiente.
- Los fondos de cobertura y otras entidades de inversión que aprovecharon el dinero barato para incrementar su deuda.

Esta vez la reducción del apalancamiento podría ser más peligrosa porque los fondos de cobertura y los bancos tienen una relación más estrecha. Por ejemplo, la intermediación principal (*prime brokerage*) representa una proporción cada vez mayor del ingreso de la banca de inversión, y muchos fondos de cobertura pertenecen a los bancos mismos. Es obvio que los supervisores y reguladores deben estar más atentos en la detección y limitación de riesgos excesivos, especialmente con la acumulación acelerada y sostenida de apalancamiento por parte de entidades no reguladas. Se deben mejorar el registro, la concesión de licencias y la información sobre esas entidades.

La segunda medida a imitar es la **corrección de los desequilibrios macroeconómicos**. La desaceleración económica actual y la depreciación del dólar de EE.UU. probablemente llevarán a una desaceleración o reducción del consumo y la inversión en vivienda, el aumento de la tasa de ahorro de los hogares y la reducción del déficit en cuenta corriente, como ocurrió en muchos países de Asia, con la diferencia de que en ese caso hubo que reducir drásticamente el gasto inmobiliario y otras inversiones.

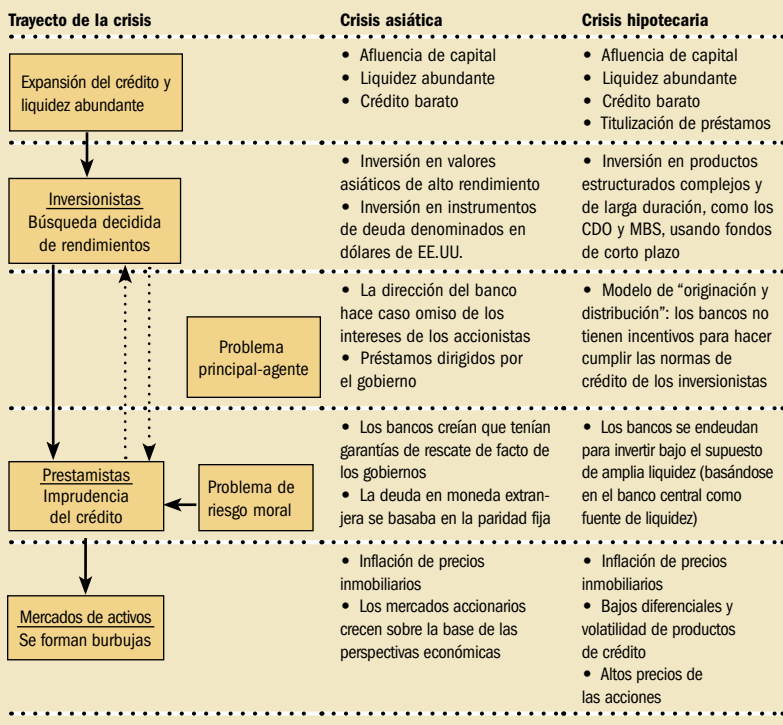
Por ahora, todo va bien en Asia . . .

Sin duda, Asia no es inmune a la crisis actual. Se han producido ventas masivas en sus mercados accionarios y ha aumentado fuertemente la volatilidad mientras se ampliaban los diferenciales del crédito. Además, es probable que el ritmo de crecimiento en esas economías baje un poco ante la desaceleración estadounidense.

Gráfico 2

Paralelismos

La crisis financiera de Asia de 1997 y la actual crisis de las hipotecas de alto riesgo siguieron caminos semejantes.



No obstante, el crecimiento económico ha resistido mucho, pese a la turbulencia del mercado financiero y a la atonía de la exportación. Una razón es que **los fundamentos macroeconómicos son mucho más sólidos** que hace 10 años, a juzgar por la mejora de las calificaciones del riesgo de crédito soberano. Los países de Asia han recortado el gasto interno, han reducido los déficits fiscales y han reformado sus economías. El gasto en megaproyectos y urbanizaciones ya no es excesivo, de modo que las economías son ahora más eficientes y equilibradas. La creación de instrumentos financieros en moneda nacional ha ayudado a reducir los descalces de moneda que contribuyeron a la crisis financiera. Los bancos centrales también están administrando mejor los flujos de capital, mitigando el riesgo de sobrevaluación del tipo de cambio, los auges de crédito y las burbujas de los activos.

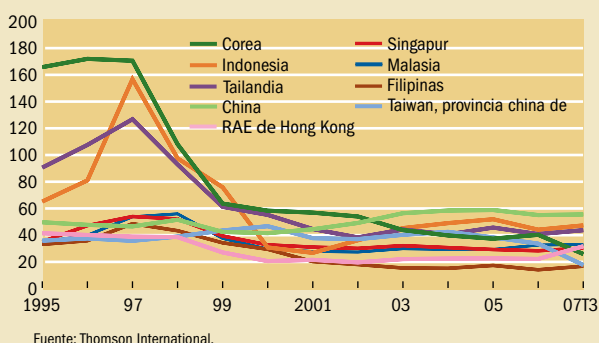
Además, **los balances de las empresas de Asia han mejorado**, en vista de la enorme reducción de las razones deuda/capital y de que el endeudamiento en moneda extranjera ya no constituye una fuente tan importante de financiamiento para las empresas en la mayoría de los países (gráfico 3).

Gráfico 3

Mejora de los balances

Las razones deuda/capital han mejorado considerablemente en muchos países de Asia desde la crisis de 1997.

(Deuda/capital, porcentaje)



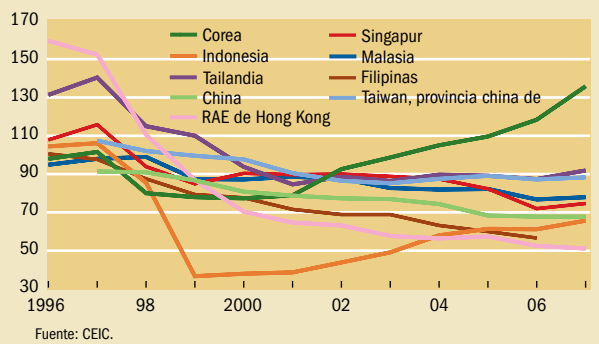
Fuente: Thomson International.

Gráfico 4

Bancos más sólidos

En general, las bajas razones préstamos/depósitos han ayudado a los bancos de Asia a evitar tensiones de liquidez y financiamiento en la turbulencia actual.

(Préstamos/depósitos, porcentaje)



Fuente: CEIC.

La relativa resistencia de Asia ante la crisis hipotecaria también resalta sus avances en la reforma del sistema bancario. La limitada exposición de los bancos asiáticos a los activos de alto riesgo y CDO, junto con los balances bien capitalizados, ha mantenido la calma en los mercados interbancarios de la región mientras el caos reinaba en los de Estados Unidos y Europa. Las razones de préstamos/depósitos generalmente bajas (gráfico 4), junto con un escaso financiamiento fuera del balance, han ayudado a evitar tensiones de liquidez y financiamiento en los bancos ante la turbulencia crediticia actual.

Además, la mayoría de los países de Asia ha fortalecido su posición externa: se registran superávits en cuenta corriente, con un alto nivel de reservas internacionales y diversificación de las exportaciones. Por su sólida posición externa, Asia no sufrió presiones para la venta de sus monedas pese a las considerables salidas de inversión de cartera de los mercados de la región y la corrección de operaciones de arbitraje de tasas de interés ante la crisis hipotecaria. La mayoría de las monedas de Asia se han fortalecido en 2007 y 2008, lo cual ha contribuido a frenar las presiones inflacionarias, sobre todo las provenientes del alto precio de las materias primas.

Una última ventaja de la mayoría de las economías de Asia ha sido su apreciación inmobiliaria relativamente moderada frente a Estados Unidos y ciertos países europeos, como el Reino Unido, Irlanda y España (gráfico 5). Los países de Asia, incluido Singapur, han tomado medidas para enfriar los mercados inmobiliarios en los últimos años cada vez que los precios amenazaban con crear una burbuja. Como resultado, ha sido menor el riesgo de desplome de los precios inmobiliarios tras la desaceleración del crecimiento económico y la turbulencia del mercado financiero.

... pero subsisten los riesgos

Aun así, las autoridades de Asia deben vigilar los demás riesgos de la crisis hipotecaria que puedan afectar a la región. Estos incluyen lo que el informe de Standard & Poor's denomina un posible "golpe triple" para los bancos: más pérdidas relacionadas con los préstamos de alto riesgo, un impacto desfavorable sobre los mercados financieros y un impacto desfavorable sobre las economías de Asia que afecte a los bancos.

Hasta el momento, no se observan esos efectos. Los bancos de Asia conceden créditos bancarios tradicionales y no están excesivamente expuestos a la clase de productos financieros más sofisticados que han golpeado a los sectores financieros de muchos países industriales. No obstante, un descenso en la economía real como resultado de los declives económicos de Estados Unidos y Europa podría provocar un gran deterioro en la calidad de los préstamos bancarios.

Hasta la fecha, las economías de Asia se han adaptado bien a la desaceleración económica y la turbulencia financiera de Estados Unidos. La mayoría de los analistas solo proyecta una desaceleración leve del crecimiento del PIB en la región; pero las economías de Asia seguramente sufrirían peores efectos en caso de una severa desaceleración de la economía estadounidense, que podría traducirse en morosidad en los préstamos y un ciclo de crédito negativo.

A largo plazo, una vez que retorne la confianza a los mercados de capital, los flujos de capital hacia las economías emergentes de Asia podrían generar vulnerabilidad. La afluencia de capital

podría tener un volumen incluso mayor que antes, sobre todo si se ve a Asia como un “refugio seguro”. Pueden favorecer a la economía y los mercados financieros, pero también resultar volátiles y deben administrarse con cuidado para mitigar sus efectos adversos sobre la economía real.

Enseñanzas de la crisis hipotecaria para Asia

Las economías de Asia pueden aprender varias lecciones de la crisis hipotecaria. Primero, **si bien la forma de las crisis puede cambiar, su esencia es la misma**. Asia debe vigilar las señales tempranas de alerta: liquidez abundante, rápido crecimiento del crédito e inflación sostenida de los precios de los activos. Esto es de gran importancia para los países emergentes de Asia, donde los flujos de capital han redoblado los problemas de gestión de liquidez y crecimiento del crédito así como la volatilidad de los mercados de activos. Las autoridades también deben tener presentes los clásicos problemas de comportamiento que dan origen al riesgo moral y de principal-agente y al problema que se deriva de políticas y medidas bien intencionadas. Los bancos centrales y las entidades regulatorias también deben mejorar sus herramientas macroprudenciales para comprender y abordar los problemas de liquidez, apalancamiento y contagio que constantemente crea el actual sistema financiero globalizado. Si bien podría ser imposible predecir cuándo y dónde ocurrirá la siguiente crisis, corresponde a las autoridades mitigar el riesgo.

Segundo, **Asia debe encontrar el equilibrio justo entre los avances y la prudencia, y la innovación y la cautela**. Demasiados avances y poca prudencia podrían haber contribuido a la crisis hipotecaria. El año pasado, en un artículo del *Korean Herald* sobre la necesidad de cooperación financiera en Asia, el economista Barry Eichengreen planteaba que las autoridades estadounidenses redujeron la carga regulatoria ante la competencia de Londres como centro financiero. Las repetidas olas de desregulación crean una trampa que los países emergentes de Asia deben evitar.

Un ejemplo fue el rápido desplome de Bear Stearns y Northern Rock. El primero estaba a la vanguardia de la innovación financiera en los mercados de valores, y el segundo fue reconocido por su innovadora estrategia de financiamiento. Asia debe velar por que toda innovación de sus prácticas bancarias venga acompañada de un refuerzo de la gestión del riesgo de liquidez.

Sin duda, Asia debe seguir desarrollando sus mercados de capitales y estimulando el crecimiento de sus instituciones financieras como parte de su desarrollo económico y financiero en general; pero la crisis hipotecaria ha demostrado que las innovaciones financieras —ya sean nuevos productos, estructuras o participantes en el mercado— no están libres de riesgos. A medida que los mercados financieros se expanden hacia otros terrenos harán falta medidas frente a los riesgos de la innovación financiera.

Unos cuantos principios esenciales ayudarían a equilibrar la innovación y la cautela:

- **Siempre deben observarse las normas de crédito**, sobre todo en tiempos de abundante liquidez y pujante crecimiento económico. El crédito barato suele reflejar problemas subyacentes de riesgo moral y de principal-agente y, en última instancia, inestabilidad financiera.

- **La transparencia es crucial para la supervisión financiera y una eficaz disciplina del mercado**. La crisis hipotecaria ha demostrado que los préstamos ordinarios pueden ser una fuente importante de riesgo e incertidumbre cuando se titulizan y se transforman en productos financieros estructurados complejos y poco transparentes, y cuando cualquier número de inversionistas potenciales, incluidos los vehículos de inversión no incluidos en el balance de los bancos, los poseen en diversas concentraciones. Las entidades regulatorias deben velar por que se disponga de información inmediata y completa sobre los nuevos productos y entidades para que los supervisores y analistas del mercado puedan entender y vigilar los riesgos crecientes para el sistema financiero.

- **Los vínculos financieros deben esclarecerse**. La crisis hipotecaria y la turbulencia del crédito ilustran la creciente complejidad y las conexiones de los mercados y productos financieros. Las autoridades deben velar por que se dediquen los recursos suficientes a la supervisión y vigilancia financiera, y a mitigar los riesgos que entrañan las innovaciones y avances de los mercados financieros.

Una tercera lección es que **los fundamentos económicos son esenciales**. La debilidad de los fundamentos económicos, como los balances de las empresas fuertemente apalancadas y los enormes déficits en cuenta corriente, llevaron a la pérdida de confianza en 1997. Los sólidos fundamentos de Asia en 2007–08 han mantenido a la región relativamente inmune a la turbulencia actual. Esto debe alentar a las economías de mercados emergentes a mantener balances sólidos, saldos sostenibles en la cuenta corriente y suficientes reservas internacionales para amortiguar los shocks.

Las buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo de Asia significan que la región se beneficiará, o incluso liderará, el próximo auge económico. El desafío consiste en no pisar las minas financieras enterradas en el camino. La región debe aprovechar sus fundamentos más sólidos y las lecciones aprendidas de la crisis de 1997 y de la actual crisis hipotecaria. ■

Khor Hoe Ee es Subdirector Gerente (Economía), y Kee Rui Xiong es economista, de la Autoridad Monetaria de Singapur.

Referencias:

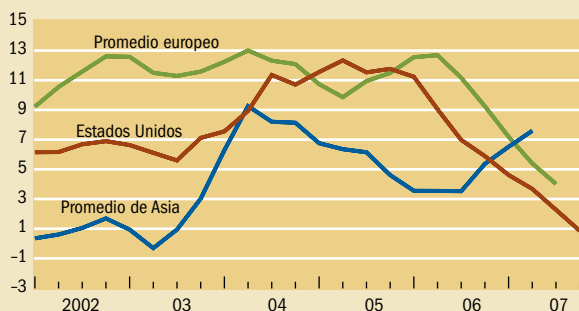
- Krugman, Paul, 1998, “What Happened to Asia?” (inédito; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).
- Minsky, Hyman, 1992, “The Financial Instability Hypothesis”, *Levy Economics Institute Working Paper 74* (Nueva York).

Gráfico 5

No hay burbuja inmobiliaria en Asia

Al contrario de Estados Unidos y muchos países europeos, la apreciación de los activos inmobiliarios en Asia ha sido moderada.

(Índices de precios inmobiliarios, crecimiento interanual, porcentaje)



Fuente: CEIC.

Una banca más

Jaime Caruana y Aditya Narain

LOS REQUISITOS de suficiencia de capital son las reglas que permiten a los supervisores bancarios determinar si los bancos tienen siempre el capital necesario para hacer frente a pérdidas inesperadas. El nuevo marco de adecuación de capital, comúnmente conocido como Basilea II, se está adoptando rápidamente como norma internacional respecto del capital que los bancos deben reservar para atender los riesgos financieros y operativos tanto actuales como potenciales. Sus rigurosos requisitos de gestión de riesgo y de capital tienen por objeto promover la estabilidad financiera internacional al garantizar que los bancos puedan evaluar y gestionar sus riesgos con eficacia.

¿Por qué entonces esas directrices no han amortiguado las secuelas de la actual turbulencia de los mercados?

La respuesta estaría en la implementación desigual e incompleta de Basilea II entre los países. Esta crisis surgió durante la vigencia de Basilea I, pero la pregunta plantea dos cuestiones más fundamentales. Primero, ¿aborda adecuadamente el marco de supervisión de Basilea —específicamente, Basilea II— los aspectos esenciales relativos a las prácticas de gestión de riesgo de los bancos? Segundo, ¿es la implementación plena de Basilea II un remedio eficaz para las alteraciones actuales y futuras de los mercados financieros? En este artículo se estudian las respuestas a estas preguntas, y se llega a la conclusión de que la correcta aplicación de Basilea II fortalecerá el sistema financiero de cada país así como el sistema financiero internacional en su conjunto.

Cobertura de los riesgos

Inicialmente como forma de requisito de suficiencia de capital se estableció el coeficiente de endeudamiento, que restringía los activos del balance a un simple múltiplo del capital disponible y que en algunos países sigue siendo hoy una medida suplementaria de la solidez del capital.

Basilea I, establecido en 1988, introdujo un grado muy básico de diferenciación de los riesgos mediante un sistema sencillo de ponderación (el recuadro 1). Una innovación crucial fue la inclusión de las exposiciones fuera de balance en el marco de ponderación de riesgos, convertidas en equivalentes de crédito. Aunque Basilea I fue diseñado para ser aplicado por bancos de activa

presencia internacional en los países miembros del Comité de Basilea, la mayoría de los países del mundo pronto lo adoptaron como norma de capital.

Los defectos de Basilea I son bien conocidos. Por ejemplo, su marco de ponderación del riesgo carecía de sensibilidad para diferenciar la calidad crediticia dentro de una misma clase de activos,



y se utilizaba la pertenencia a la OCDE como medida del riesgo soberano. Tampoco captaba bien los riesgos emergentes de la exposición a activos titulizados, que han crecido significativamente desde que se adoptó Basilea I (gráfico 1).

Por otra parte, la industria bancaria había avanzado en sus técnicas de evaluación del riesgo y sus modelos de capital económico y deseaba tener un marco regulatorio más riguroso que reflejara tales avances. Basilea II es indudablemente una respuesta a esa inquietud, pero va mucho más allá al incorporar dentro de su ámbito riesgos que antes habían estado excluidos, y es más que una mera regla de capital porque incluye otros dos “pilares” (recuadro 2). Basilea II presenta cuatro mejoras claras respecto del marco anterior. Ante todo, es un conjunto de requisitos de capital más sensibles al riesgo. Además, ofrece incentivos más poderosos para una mejor gestión del riesgo, un marco de supervisión más sólido y el uso de la disciplina de mercado al exigir a los bancos mayor transparencia en sus operaciones.

Consideración de las operaciones complejas

Unos 100 países planean aplicar Basilea II en los próximos años, según una encuesta realizada en 2006 por el Instituto de Estabilidad Financiera, lo que refleja el atractivo del marco tanto para los bancos como para los supervisores.

La gama de alternativas y enfoques previstos en el Pilar I permite abarcar dentro de un mismo marco general a bancos cuyas operaciones presentan diversos grados de complejidad. El método estandarizado utiliza ponderaciones de riesgo basadas en calificaciones externas, mientras que su versión simplificada, al igual que Basilea I, se rige por ponderaciones asignadas por los organismos de supervisión; en el otro extremo, el marco básico y los métodos avanzados basados en calificaciones internas emplean parámetros de riesgo derivados de los propios modelos internos de los bancos. Aunque la mayoría de las discusiones sobre Basilea II se centran en los métodos más avanzados, en más países los bancos seguirán los métodos estandarizados, especialmente en los años iniciales (gráfico 2).

Para atender los riesgos de la transición a Basilea II, los métodos avanzados se adoptarán por etapas en un lapso de uno a dos años, durante el cual seguirá rigiendo Basilea I. En los primeros dos a tres años de su inicio se fijará un nivel mínimo a fin de evitar una caída abrupta del capital exigido. Ese piso se elimina gradualmente al final del período de transición, aunque los supervisores pueden exigir que determinados bancos lo mantengan.

Por diversos motivos, entre ellos las demoras legislativas y la necesidad de que los bancos y supervisores capaciten a su personal y adquieran la capacidad requerida, muchos países han postergado las fechas de implementación. Los países de la Unión Europea implementaron el método estandarizado en 2007 y han

Recuadro 1

Cálculo de los requisitos de capital

En el marco de Basilea I, los bancos deben mantener un capital equivalente al 8% como mínimo de los activos ponderados en función del riesgo, cifra comúnmente denominada coeficiente de suficiencia de capital, aunque en muchos países se mantiene un coeficiente superior al 8% para reflejar las circunstancias nacionales. A cada exposición en dólares del balance de un banco se le asigna una ponderación de riesgo que oscila entre 0% y 100%. Para incluir las exposiciones fuera del balance en este cálculo, se las convierte primero a equivalentes crediticios utilizando un factor de conversión y luego se las pondera según el riesgo.

En el marco de Basilea II no varía el requisito de capital mínimo del 8% de los activos ponderados en función del riesgo, pero las ponderaciones se asignan de acuerdo con calificaciones suministradas por agencias externas o con los modelos del propio banco y sus sistemas internos de calificación. La gama de elementos mitigadores disponibles para reducir la exposición al riesgo crediticio también se ha ampliado considerablemente. Basilea I no cubría el riesgo operativo, pero en Basilea II el requerimiento de capital por este concepto puede calcularse sobre la base del ingreso bruto anual o bien de los modelos de estimación de pérdidas del mismo banco. Los métodos para computar el requerimiento de capital por riesgo de mercado no varían, y pueden basarse en fórmulas del órgano de supervisión o en los propios modelos del banco. En los casos en que se permite aplicar modelos internos, las exigencias en materia de datos, procesos y sistemas son significativamente más rigurosas.

Recuadro 2

Los tres pilares de Basilea II

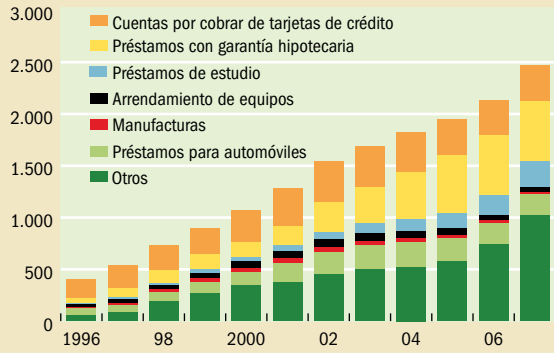
- **Pilar 1** (requisitos de capital mínimo): Se refiere al conjunto de reglas y metodologías disponibles para calcular el capital mínimo que debe mantenerse frente a riesgos esenciales: de crédito, de mercado y operativo.
- **Pilar 2** (proceso de examen de supervisión): Desarrolla cuatro principios que esbozan las expectativas acerca de la función y responsabilidades de los bancos, sus directorios y sus supervisores en cuanto a identificar y evaluar todos los riesgos (que incluyen pero también van más allá de los riesgos cubiertos en el Pilar 1, como la concentración del riesgo crediticio, el riesgo de tasa de interés en la cartera bancaria de inversiones y el riesgo estratégico) y a mantener capital suficiente de acuerdo con su perfil de riesgo. En el Pilar 2 se da un decidido impulso al fortalecimiento de la gestión de riesgos y los sistemas de supervisión bancaria.
- **Pilar 3** (disciplina de mercado): Procura suplementar la labor de supervisión desarrollando una fuerte asociación con otros participantes del mercado. Exige a los bancos divulgar información suficiente sobre los riesgos del Pilar 1 para permitir el seguimiento de su situación por otras partes interesadas.

Gráfico 1

Transferencia de riesgos

Las exposiciones a activos titulizados de los bancos han aumentado y modificado drásticamente su perfil de riesgo en la última década.

(Emisiones mundiales de valores respaldados por activos en circulación, miles de millones de dólares)



Fuente: Securities Industry and Financial Markets Association.

comenzado a implementar los métodos avanzados este año, mientras que los bancos de Estados Unidos pueden comenzar a poner en vigor los métodos avanzados a mediados de 2009. Como la mayoría de los sistemas bancarios que han implementado Basilea II están aún en el período de transición, encontrándose aquellos que lo hicieron antes en el período de funcionamiento paralelo o de aplicación de los niveles mínimos (véase el cuadro), el marco no estaba aún plenamente implementado en muchas de las jurisdicciones en el verano boreal de 2007, cuando comenzó a desatarse la turbulencia en los mercados financieros.

¿Se frena la turbulencia o se la promueve?

Como han revelado varios análisis e informes sobre la crisis financiera, los problemas del mercado exceden el ámbito del marco de suficiencia de capital. La serie de hechos que llevó a la situación actual fue desencadenada por la búsqueda de rendimientos en un contexto de mínimos históricos para las tasas de interés y exacerbada por normas crediticias deficientes, productos financieros complejos y poco claros, la falta de un análisis previo más estricto por parte de los inversionistas, incentivos distorsionados, una inadecuada gestión del riesgo y prácticas deficientes de valoración de activos y divulgación de información. La crisis también ha puesto de relieve la importancia de una evaluación sólida y minuciosa de la calidad de los activos subyacentes, sin la cual cualquier régimen regulatorio perderá rápidamente toda eficacia.

Basilea II no aborda todos los problemas regulatorios que la situación actual del mercado ha revelado. En particular, no es una norma de liquidez, aunque reconoce que el nivel de capital de un banco puede afectar su capacidad de obtener liquidez, especialmente en una crisis, y exige a los bancos evaluar la suficiencia de su capital según su perfil de liquidez y la de los mercados en los que operan. Pero hay amplia coincidencia en que es preciso avanzar más en el desarrollo de directrices para la provisión de liquidez, tema en el cual el Comité de Basilea ya está trabajando.

Pero Basilea II puede cumplir otras funciones importantes y por ello el FMI respalda su implementación plena (recuadro 3). En ese marco, una armonización más estrecha del riesgo con el capital exigiría mantener más capital frente a los créditos de mayor riesgo derivados de prácticas crediticias deficientes. El Pilar 2 alentaría a los bancos a mejorar sus técnicas de seguimiento y gestión de riesgos. El Pilar 3 promovería la divulgación de información sobre la exposición al riesgo de cada banco, sus procesos de evaluación del riesgo y la suficiencia de capital.

Basilea II también puede servir para corregir la distorsión fundamental de los incentivos que supone el tratamiento dado en Basilea I a las exposiciones a activos titulizados. Este último ofrecía fuertes incentivos para trasladar fuera del balance incluso activos de bajo riesgo, y su tratamiento del capital en el caso de la titulización de activos de alto riesgo era inadecuado. La turbulencia actual ha puesto de manifiesto tal distorsión.

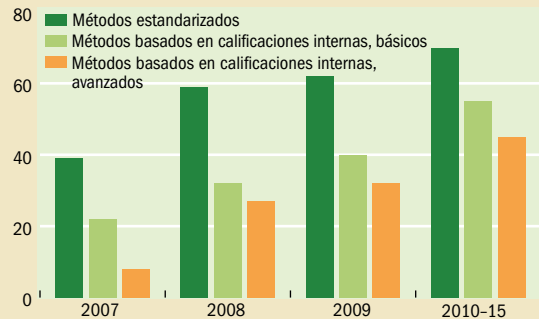
Basilea II refuerza considerablemente el tratamiento del capital regulatorio referido a las exposiciones a activos titulizados mediante un enfoque más integral que armoniza los diferentes métodos desarrollados por los distintos países. En el Pilar 1 se prevén diferentes formas de estimar el capital que los bancos deben

Gráfico 2

La alternativa más popular

En los próximos años, más países tenderán a seguir los métodos estandarizados de Basilea II para determinar los parámetros de riesgo.

(Planes acumulativos de implementación de Basilea II, número de países)



Fuente: Instituto de Estabilidad Financiera, 2006.

Aún en transición

La mayoría de los países no habían establecido íntegramente el marco de Basilea II cuando comenzó a desatarse la turbulencia financiera en agosto de 2007.

(Cronograma de implementación de Basilea II)

	Riesgo de crédito (estandarizado)	Riesgo de crédito (avanzado)
Australia	Enero de 2008	Enero de 2008
Canadá	Noviembre de 2007	Noviembre de 2007
Corea	Enero de 2008	Enero de 2008
Estados Unidos	NA	Mediados de 2009
Hong Kong (RAE de)	Enero de 2007	Enero de 2007
Japón	Marzo de 2007	Marzo de 2008
Singapur	Enero de 2008	Enero de 2008
Sudáfrica	Enero de 2008	Enero de 2008
Unión Europea	Enero de 2007	Enero de 2008

Fuentes: Anuncios y sitios web de los organismos de supervisión.
Nota: NA - no anunciado.

mantener frente a los diversos tipos de exposición a productos titulizados. También se eleva el capital requerido para respaldar la titulación de activos de alto riesgo. En el Pilar 2 se enumeran las medidas que pueden adoptar los supervisores si los bancos proporcionan respaldo implícito o sin carácter contractual. Por último, el Pilar 3 contiene una plantilla especial para divulgar información sobre la exposición por titulación de activos.

La turbulencia actual brinda una oportunidad de examinar la robustez del marco de Basilea II con respecto a la titulación. El Comité de Basilea ha emprendido un examen del dicho marco para reforzar el tratamiento del capital respecto de ciertos productos titulizados complejos, la exigencia de aplicar pruebas de tensión a los riesgos jurídicos, de reputación y de liquidez que surgen cuando los productos instrumentados fuera de balance vuelven a este, y la divulgación de información sobre esos rubros.

El debate sobre la prociclicidad

La implementación de Basilea II puede ser un desafío aun en los mejores momentos, y ciertamente lo es en el contexto actual, considerado como el inicio de una caída importante del ciclo económico. La prociclicidad ha surgido entonces como una inquietud crucial que es preciso observar en vista de su impacto sobre la estabilidad financiera (véase “¿Contribuirá Basilea II a prevenir las crisis o las empeorará?” en la página 29).

La mayor sensibilidad al riesgo que presenta Basilea II ha generado cierta preocupación sobre la prociclicidad, una de cuyas

causas es la baja capitalización y la deficiente gestión del riesgo. Los bancos insuficientemente capitalizados tenderán a tomar decisiones abruptas de reducción del crédito cuando haya evidencias de una desaceleración, y aquellos que no han evaluado correctamente los riesgos también pueden verse forzados a reaccionar abruptamente. La mayor sensibilidad al riesgo del nuevo marco puede atenuar algunos de esos efectos procíclicos al promover una mayor conciencia del riesgo y la detección temprana de los problemas, pero en cualquier marco de capital sensible al riesgo los requisitos de capital fluctuarán si la calidad crediticia del prestatario se fortalece o se debilita.

En los métodos basados en calificaciones internas, la prociclicidad potencial es mayor y podría ser inducida a través de los diferentes componentes de los sistemas de calificación: probabilidad de incumplimiento, pérdida en caso de incumplimiento y exposición en el momento del incumplimiento. En la fase descendente del ciclo, podría rebajarse la calificación de los deudores, lo que exigiría elevar el nivel de capital para respaldar el mayor riesgo crediticio, o bien reducir la exposición.

En Basilea II se encara la propensión procíclica de los requisitos de capital basados en el riesgo reconociendo e incorporando elementos prospectivos. En el Pilar 1, por ejemplo, se exige que la calificación del prestatario represente su voluntad y capacidad de pago a pesar de situaciones económicas adversas, que se modelan abarcando al menos un ciclo económico en la industria o región geográfica respectiva. Análogamente, se requiere que las estimaciones de pérdida en caso de incumplimiento reflejen las condiciones en una desaceleración económica y que las estimaciones de probabilidad de incumplimiento cubran un ciclo económico como mínimo. También se exige específicamente que la evaluación de la suficiencia de capital se someta a pruebas de tensión a fin de prever los cambios futuros de las circunstancias económicas adversas, utilizando escenarios de caída de la economía o de la industria, eventos de riesgo de mercado y condiciones de liquidez. Además, el marco establece para el riesgo crediticio una prueba de tensión específica que tome en cuenta una recesión moderada, modelada como dos trimestres consecutivos de crecimiento nulo, para evaluar los efectos en los parámetros de riesgo de los bancos. Todo ello hará que los gerentes de los bancos tomen conciencia de la forma en que los parámetros de riesgo pueden variar durante el ciclo y en condiciones de tensión, e incorporen esos elementos en sus procesos de toma de decisiones y estrategias de capitalización.

La capacidad de los bancos de abordar los efectos del ciclo económico en su sistema de calificación también depende de los principios en que este se basa. Para estimar la probabilidad de incumplimiento según Basilea II algunos bancos pueden emplear sistemas “en un punto del tiempo” (PIT, por sus siglas en inglés) que toman en cuenta la situación vigente. Otros pueden optar por aplicar métodos “a través del ciclo” (TTC, por sus siglas en inglés), que toman en cuenta las condiciones previstas para todo el ciclo. Ambos sistemas tienen sus ventajas, y a veces se utilizan métodos híbridos que combinan las dos características. Cabe señalar que los resultados del modelo PIT fluctúan más durante el ciclo, lo que podría agravar el impacto procíclico, a diferencia de los modelos TTC, que acentúan menos los ciclos crediticios porque determinan las reservas de capital que pueden ser adecuadas para la totalidad del ciclo.

Recuadro 3

¿Cuál es la opinión del FMI sobre Basilea II?

El FMI siempre ha respaldado la implementación plena de Basilea II, en vista de su mayor sensibilidad al riesgo y su mayor atención a la gestión del riesgo y la disciplina de mercado. No obstante, al igual que el Comité de Basilea, considera que los países deben adoptar el marco según sus propias circunstancias, entre ellas la existencia de un marco sólido de supervisión bancaria.

El FMI también ha señalado la inconveniencia de una implementación incompleta, parcial o selectiva. Las diferentes partes del marco se complementan entre sí y deben aplicarse juntas. Si se escogen y combinan solo determinados elementos del marco o se lo modifica se distorsionarían sus incentivos. También podría comprometerse la sensibilidad al riesgo de Basilea II e incluso generar un falso sentido de seguridad y en última instancia dañar —en lugar de respaldar— la estabilidad financiera.

Reconociendo este fuerte vínculo entre la implementación eficaz y la estabilidad financiera, el FMI encabeza una iniciativa para desarrollar una metodología que evalúe la eficacia de la implementación de Basilea II, en consulta con varios organismos de supervisión de economías industriales y emergentes representadas en el Grupo de Enlace del Comité de Basilea. Esa metodología puede emplearse como una herramienta de evaluación y también como un examen de diagnóstico, y actualmente es objeto de pruebas de campo de carácter voluntario en ciertas jurisdicciones. El FMI incluirá exámenes de implementación basados en esta metodología en sus instrumentos de supervisión, especialmente los programas de evaluación del sector financiero, para su uso en los países que implementen el nuevo marco.

El marco de Basilea II no exige explícitamente utilizar uno u otro modelo. Sí se recalca, no obstante, que los bancos deben prestar atención a la volatilidad de su asignación de capital y definir planes estratégicos de captación de capital que contemplen sus necesidades, especialmente en un contexto económico de gran tensión. Como lo ha demostrado la experiencia de algunos grandes bancos internacionales en la turbulencia actual, los beneficios de poder acceder rápidamente al capital en momentos adversos pueden superar los costos de mantener excedentes de capital durante todo el ciclo. Para reducir al mínimo la prociclicidad de Basilea II, es importante que los bancos comprendan que los sistemas PIT exigirán más capital en los momentos favorables para garantizar que los niveles de capitalización sean suficientemente altos en circunstancias más difíciles.

La regulación del capital según el riesgo no es la única fuente de prociclicidad: la implementación simultánea de un sistema contable de valoración a precios de mercado también podría contribuir a generarla. Conforme a la alternativa del valor razonable prevista en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39, por ejemplo, los activos y pasivos financieros se valorarán utilizando cotizaciones de mercado o, a falta de estas, aplicando técnicas de valoración, es decir, con ajuste a un modelo. En una fase de caída, quizá no se pueda contar con la fiabilidad del valor razonable y la posibilidad de verificarlo ante la falta de mercados activos y técnicas uniformes de valoración, lo que podría poner ciertos activos en una espiral de precios descendente y generar volatilidad del capital. Tales efectos no deseados preocupan a los supervisores, y la crisis actual ha demostrado que es preciso avanzar más en el análisis del tema.

Otro aspecto que incide en la prociclicidad es el aparente conflicto entre la contabilización de los activos deteriorados según la NIC 39 y los requisitos regulatorios de constitución de provisiones, que pueden ser eficaces medidas anticíclicas. Ello se debe a la capacidad limitada de proyectar las pérdidas esperadas si se aplica la norma contable, que se basa en el concepto de pérdida incurrida. Sería beneficioso para los países encarar un mayor intercambio de experiencias, a fin de satisfacer tanto las exigencias de la normativa contable como las del marco de supervisión sin comprometer sus objetivos específicos. Además, en este plano existe un gran margen para acercar las prácticas contables a las de gestión del riesgo y de supervisión.

Capital adecuado

Las secuelas de la turbulencia actual confirman la necesidad de que los bancos tengan un régimen de capitalización robusto, que los lleve a mantener un capital adecuado para los riesgos que enfrentan, incluido el riesgo del ciclo económico. Muchos grandes bancos internacionales han debido esforzarse por obtener capital durante esta caída de la economía. ¿Qué implica esto para los supervisores bancarios? Primero, es importante realizar estudios de impacto precisos antes de efectuar la transición al nuevo marco. En el caso de los bancos en transición, los supervisores deben estar preparados para prorrogar la vigencia de los niveles mínimos, si así se justifica. Segundo, en este contexto la implementación eficaz del Pilar 2 adquiere una relevancia aún mayor. El Pilar 2 exige específicamente a los bancos reflejar en su evaluación interna de la suficiencia de capital el estado del ciclo económico en el que operan y, a su vez, exige a los supervisores

tomar en cuenta los efectos del ciclo económico en su examen de dicha evaluación. En suma, exige que los bancos se preparen para la mayor capitalización mínima requerida en la fase descendente del ciclo acumulando reservas en los momentos favorables.

En muchos sentidos, el Pilar 2 es el corazón del marco, y agrega un factor de discrecionalidad de los organismos de supervisión al enfoque del Pilar 1, más basado en reglas. Se funda en principios que definen las funciones y responsabilidades de los bancos y de sus supervisores en la evaluación de la suficiencia de capital, que incluyen y superan el alcance de los riesgos previstos en el Pilar 1. Esos principios confieren un alto grado de flexibilidad a los supervisores nacionales en el diseño del proceso de examen de la suficiencia de capital bancario. También se establecen diversas medidas que los supervisores deberían adoptar como “respuestas correctivas rápidas” si de ese examen surge que el capital no es apropiado a los riesgos que enfrentan los bancos, por ejemplo, exigir que estos refuercen sus sistemas de gestión de riesgos, limiten la exposición al riesgo y, por supuesto, mantengan más reservas de capital.

Un proceso en curso

Cuando esté totalmente implementado, Basilea II contribuirá en gran medida a resolver muchas de las deficiencias de gestión de riesgos de los bancos y de su supervisión que son causa de la turbulencia en los mercados financieros maduros. A ello también contribuirá el examen que actualmente realiza el Comité de Basilea, con miras a fortalecer el tratamiento del capital respecto de los productos financieros complejos.

En vista de la turbulencia que sufren los mercados financieros, la transición debe abordarse con cautela para mitigar cualquier efecto no deseado. Los bancos y sus supervisores deben emplear todos los recursos para atenuar la prociclicidad, aplicando pruebas de tensión que contemplen la fase descendente del ciclo económico; prorrogando la vigencia de los niveles mínimos de capital para los bancos en transición, si los estudios de impacto lo justificaran; promoviendo el uso de sistemas de calificación que tomen en cuenta los efectos del ciclo económico; desarrollando un proceso sólido y creíble del Pilar 2 para garantizar que las reservas de capital sean apropiadas para el perfil de riesgo de los bancos, y compartiendo experiencias sobre la forma de encarar la volatilidad del capital que originan las modificaciones contables.

Pero debemos recordar que Basilea II no es una guía general sobre la forma en que los bancos deben conducir sus empresas. Los requisitos de capital no pueden impedir que ellos cometan errores, ni reemplazar sus responsabilidades en cuanto a evaluar el riesgo y administrarlo adecuadamente. Los requisitos de capital pueden, y deben, contribuir a crear los incentivos correctos para la asunción de riesgos y, en general, respaldar su buena gestión. Las reglas contables, los incentivos del mercado y otros elementos del contexto operativo también pueden incidir de manera importante en la conformación de los riesgos. Lograr la coherencia entre estos factores diversos y contrapuestos —contabilidad, gestión del riesgo y regulación— seguirá representando un desafío para los responsables de formular las políticas. ■

Jaime Caruana es Consejero y Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, y Aditya Narain es Subjefe de División en dicho Departamento.

¿Contribuirá Basilea II a prevenir las crisis o las empeorará?

2 Dos puntos de vista acerca de si Basilea II —un conjunto de directrices sobre el monto de capital que los bancos deben mantener como protección frente a riesgos actuales y futuros— amplifica los ciclos de auge y caída.

LA ACTUAL turbulencia de los mercados financieros —que comenzó en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos en el verano de 2007 y se propagó rápidamente a Europa— ha expuesto claras deficiencias en la forma en que se supervisan y regulan las instituciones financieras. Por ello, en las recientes Reuniones de Primavera del FMI y el Banco Mundial, los máximos líderes financieros refrendaron una serie de medidas para robustecer la estructura



mundial de supervisión y regulación, entre ellas una propuesta del Foro sobre Estabilidad Financiera que llama a una supervisión más vigilante del capital y la liquidez de las instituciones financieras.

Actualmente, los reguladores bancarios del mundo están implementando lo que se conoce como Basilea II, una norma internacional sobre el monto de capital que los bancos deben reservar para atender los actuales y posibles riesgos financieros y operativos. Basilea II exige que los bancos reserven más capital respecto de los productos estructurados complejos y los vehículos fuera de balance, dos de las principales fuentes de tensión en los últimos meses. Una encuesta de 2006 del Instituto de Estabilidad Financiera indica que alrededor de 100 países planean aplicar el marco de Basilea II en los próximos años, aunque la implementación no sería uniforme entre las distintas regiones. Ya la mayoría de Europa ha implementado la nueva norma, y se prevé que Estados Unidos lo hará en 2009.

Pero algunos reclaman endurecer aún más las reglas. Después de todo, ¿por qué estas no amortiguaron las secuelas de la turbulencia actual del mercado? (Sobre este tema, véase “Una banca más solvente”, en la página 24 de esta edición.) La prolongada controversia acerca de si las reglas serán una panacea para las crisis financieras, o si en realidad las exacerbarían, ocupa nuevamente el primer plano.

La pregunta crucial es si las reglas son demasiado procíclicas, es decir, demasiado laxas durante los “buenos tiempos” y demasiado severas durante los “tiempos difíciles”, exacerbando así los ciclos de auge y caída. Para contribuir a esclarecer este tema, *Finanzas y Desarrollo* solicitó la opinión de dos expertos.

1

La senda correcta para la banca

Jesús Saurina

Director, Departamento de Estabilidad
Financiera, Banco de España

NO HAY nada más procíclico que un banco mal administrado. Cuando la economía crece, aun los bancos mal administrados que tienen niveles inadecuados de capital y provisiones pueden expandir su negocio. Pero cuando la economía empeora, esos bancos tienen que modificar inmediatamente sus políticas crediticias para evitar la quiebra (Caruana, 2005).

En 1988 se adoptó el primer acuerdo internacional sobre capital bancario, conocido como Basilea I, por referencia al Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. En ese momento representó un importante avance, pero sus reglas para fijar los requisitos de capital eran muy simples, y los bancos con activa presencia en el ámbito internacional lograron sortearlas. El principal problema consistía en que esas reglas no eran sensibles al riesgo. Otorgar un préstamo a una empresa no financiera requería 8% de capital, independientemente de su riesgo (endeudamiento, utilidades, solvencia y contexto económico), algo contrario a los métodos mucho más sofisticados empleados por los bancos para administrar su cartera de préstamos y su capital económico.

En junio de 2004, el Comité de Basilea publicó un nuevo marco para los requisitos de capital de las instituciones de crédito, conocido como Basilea II, que finalmente entró en vigor en junio de 2006. Este marco vincula los requisitos de capital más estrechamente con los riesgos que asumen los bancos y es por ello una mejora significativa y necesaria respecto de Basilea I.

¿Se exagera la prociclicidad?

Durante el debate sobre Basilea II, algunos analistas expresaron preocupación acerca de su posible prociclicidad (véase Taylor y Goodhart, 2006). En tiempos favorables el riesgo crediticio, medido según la probabilidad de incumplimiento del prestatario, sería bajo, como lo serían los requisitos de capital (ahora estrechamente ligados al riesgo). A la inversa, en tiempos difíciles los bancos enfrentarían necesidades de capitalización mucho mayores, lo que podría tener un efecto no deseado en la economía si los bancos sufrieran limitaciones de capital en la fase descendente y se vieran forzados a reducir sus préstamos cuando más se los necesita.

Durante una caída de la economía o una recesión, a los bancos se les hace más difícil aumentar su capital porque sus utilidades y, por ende, su capacidad de acumular reservas disminuyen. También pueden tener más dificultad para aumentar el capital y emitir deuda subordinada debido a la mayor incertidumbre. La combinación de requisitos de capital más elevados (debido al mayor riesgo) y la dificultad de captar capital nuevo podrían llevar a las instituciones a reducir el crédito a las empresas y a los hogares, agravando la recesión o impidiendo la recuperación económica.

Pero para que Basilea II, o cualquier requisito de suficiencia de capital basado en el riesgo, acreciente significativamente los ciclos de auge y caída —es decir, exacerbe la prociclicidad propia del sistema bancario— deben darse al menos tres nexos causales.

Primero, **los requisitos de capital deberían aumentar en la fase descendente y disminuir en la ascendente**. Pero Basilea II contiene una serie de mecanismos que amortiguan este efecto, aunque sus requisitos de capital son más sensibles al riesgo que en el marco de Basilea I. Si bien el horizonte utilizado para estimar la probabilidad de incumplimiento es de un año, se espera que para asignar calificaciones los bancos utilicen un horizonte más largo. De hecho, los requisitos de capital obtenidos con una probabilidad de incumplimiento en un momento determinado (en un horizonte de un año) son significativamente diferentes de los obtenidos con una probabilidad media de incumplimiento calculada para un ciclo económico completo.

En modo alguno puede afirmarse con certeza que Basilea II exacerbará los ciclos de auge y caída del crédito.

La evidencia empírica muestra que para las carteras de préstamos hipotecarios (o de cualquier otro tipo), los requisitos de capital fluctuarán a lo largo de un ciclo económico significativamente menos si se utiliza una probabilidad media de incumplimiento que si se toma la probabilidad en un momento determinado (Saurina y Trucharte, 2007). Si los bancos, como lo exige Basilea II, usan horizontes más largos para sus estimaciones, los requisitos de capital fluctuarán (porque el capital debe ser proporcional al riesgo, y este se mueve con el ciclo), aunque considerablemente menos: el cambio relativo de los requisitos de capital entre el punto máximo del ciclo y el mínimo es casi cinco veces menor.

La pérdida en caso de incumplimiento (LGD, por sus siglas en inglés), es otro elemento de los requisitos de capital que puede presentar prociclicidad: las pérdidas aumentan en los malos tiempos al desplomarse la tasa de recuperación de los préstamos. No obstante, Basilea II también toma en cuenta este aspecto al exigir un parámetro de LGD de fase descendente en cualquier momento del ciclo. Este indicador ya incorpora entonces el factor del ciclo económico, de modo que será similar en ambos tipos de fases.

Además, los requisitos de capital referidos al riesgo operativo serán anticíclicos porque el capital es directamente proporcional al ingreso bruto de los bancos. El Pilar 1 de Basilea II también establece que la calificación del prestatario debe reflejar la evaluación del banco acerca de su capacidad de pago aun en circunstancias económicas adversas y obliga explícitamente a los bancos a someter sus carteras de crédito a pruebas de tensión en caso de una recesión moderada (dos trimestres consecutivos de crecimiento nulo). El Pilar 2 exige que los directivos tengan presente la etapa del ciclo económico al evaluar la suficiencia de capital de

sus entidades, y los supervisores bancarios, mediante el proceso de examen del Pilar 2, deben tomar en cuenta la prociclicidad potencial de los requisitos del Pilar 1 si los bancos no lo hacen. Por todo ello, el carácter procíclico de los requisitos de capital dista mucho de ser una perspectiva cierta.

Segundo, **el capital bancario real tendría que comportarse de manera procíclica**. Pocos bancos mantienen un nivel de capital igual al requisito regulatorio mínimo. La mayoría mantiene excedentes de capital a fin de tener margen suficiente para ampliar sus activos sin tener que emitir capital nuevo ni modificar su política de dividendos.

A través del Pilar 3 se refuerza la transparencia del riesgo bancario ante los inversionistas, por lo que a los gerentes les resultará más difícil reducir los niveles de capital. Si a los accionistas, titulares de acciones preferidas, inversionistas en deuda subordinada, tenedores de bonos y depositantes les importan las perspectivas del banco a mediano plazo, probablemente forzarán a la gerencia a tomar en cuenta el nivel de capital durante todo el ciclo económico. El alto costo de captar capital durante una caída de la economía también fija un límite al comportamiento de los directivos. Y aunque los excedentes de capital de los bancos podrían disminuir durante una expansión, la reducción podría ser pequeña. Por lo tanto, nada permite afirmar que los bancos reducirán significativamente su capital aun cuando el nivel de capital regulatorio disminuya en los buenos tiempos.

Tercero, **el comportamiento del crédito puede depender de factores de demanda no vinculados con el capital de los bancos o puede ser determinado por factores de oferta no vinculados directamente con el nivel de reservas de capital de los bancos**. La evidencia empírica internacional no es concluyente. En el caso de España, un estudio de datos de panel indica que las reservas de capital no afectan significativamente el comportamiento del crédito bancario (Banco de España, 2006). En cambio, resultan significativos otros factores de la oferta, como la rentabilidad y el perfil de riesgo, y los factores de demanda. Las empresas no financieras podrían compensar parcialmente una reducción de los préstamos bancarios recurriendo al crédito comercial, a los mercados de capital a corto y a largo plazo o incluso a las colocaciones privadas.

En modo alguno puede afirmarse con certeza que Basilea II exacerbará los auges y caídas del crédito. Un cierto grado de prociclicidad será inevitable y apropiado si el capital bancario está más estrechamente ligado con los riesgos contraídos, como lo exige la supervisión prudencial.

El papel de las normas contables

Para los lectores a quienes estos argumentos no han convencido, hay una respuesta de política regulatoria, fuera o dentro del marco de Basilea II. En Jiménez y Saurina (2006) se muestran los fundamentos empíricos de una política de regulación bancaria basada en una provisión anticíclica para préstamos incobrables o bien un requisito de capital anticíclico (a través del Pilar 2). Los errores en el otorgamiento de crédito se cometen durante los buenos tiempos, cuando reina un excesivo optimismo entre bancos y prestatarios. Es durante la fase ascendente cuando aumenta el riesgo crediticio de todas las carteras bancarias.

Por lo tanto, la normativa contable y los supervisores bancarios deben reconocer esa evolución del riesgo y exigir provisiones

por préstamos incobrables o requisitos de capital más estrictos. De esa manera se armonizarán mejor los incentivos de los gerentes de los bancos con los de sus inversionistas (en particular, los depositantes) y al mismo tiempo se promoverá la estabilidad macroeconómica al suavizarse los ciclos.

Lamentablemente, quienes fijan las normas contables no parecen tener en cuenta los aspectos prudenciales. Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), adoptadas por la Unión Europea en 2005 y ahora por otras jurisdicciones, son significativamente procíclicas. Las pérdidas incurridas no tienen relación con las pérdidas esperadas, es decir, no incluyen elementos prospectivos. La NIC 39, que rige las reservas para préstamos incobrables, no concuerda con las herramientas básicas de medición y gestión del riesgo crediticio utilizadas por los bancos y los supervisores. Además, lo acaecido desde el verano boreal de 2007 muestra cómo el valor razonable puede resultar extremadamente procíclico, especialmente si desaparece la liquidez.

Un cierto grado de prociclicidad será inevitable y apropiado si el capital bancario está más estrechamente ligado con los riesgos contraídos, como lo exige la supervisión prudencial.

Resulta sorprendente ver qué grado de debate se ha generado en torno a la prociclicidad de Basilea II (aunque este contiene los mecanismos para resolverla) mientras que la prociclicidad de las normas contables ha sido ampliamente ignorada. Es hora de emprender un mayor análisis y un debate franco acerca de la posibilidad de que las NIIF potencien los ciclos de auge y caídas. ■

Referencias:

- Banco de España, 2006, Informe de Estabilidad Financiera, 05/2006 (Madrid), recuadro III.1.
- Caruana, Jaime, 2005, Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Documento ocasional No. 0507 (Madrid: Banco de España).
- Jiménez, Gabriel, y Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation", International Journal of Central Banking, vol. 2 (junio), págs. 65-98.
- Saurina, Jesús, y Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios", Journal of Financial Services Research, vol. 32 (octubre), págs. 81-101.
- Taylor, Ashley, y Charles Goodhart, 2006, "Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39", en Procyclicality of Financial Systems in Asia, Stefan Gerlach y Paul Gruenwald, compiladores (Houndsmill, Basingstoke: Palgrave Macmillan).

Las opiniones aquí vertidas no reflejan necesariamente las del Banco de España ni las del Eurosistema.

2

Llevar el rebaño nuevamente hacia el precipicio

Avinash D. Persaud
Presidente, *Intelligence Capital Limited*;
Fideicomisario, *Global Association of Risk Professionals*

RETROCEDAMOS 10 años a mayo de 1998. La crisis financiera asiática está en pleno desarrollo. Estoy sentado en el recinto de operaciones de JPMorgan en Singapur. Mi viaje a Yakarta se ha cancelado a causa de los disturbios callejeros. Las monedas regionales están en caída libre. Los mercados accionarios locales sufren una implosión. Las calificadoras de crédito “colaboran” recortando drásticamente sus calificaciones. La mentada estabilidad política y económica de la región colapsa ante mis ojos. No podemos despegarnos de las pantallas electrónicas que transmiten el baño de sangre segundo a segundo. Siento el impulso y la culpa primordiales de un transeúnte que intenta acercarse para observar de cerca un macabro accidente automovilístico.

Lo realmente desconcertante para un economista entrenado como yo era que los exhaustos vendedores con quienes compartí unas cervezas esa noche no actuaban motivados por la espectacular caída del valor a largo plazo de sus activos. Vendían porque sus modelos de riesgo emitían luces rojas, las órdenes de limitación de pérdida (*stop-loss*) cerraban sus posiciones o la rebaja de la calificación les impedía seguir manteniendo sus activos.

Cuando regresé a Londres, oí un relato similar de los inversionistas: no querían vender ahora que los precios habían caído tanto, pero sus sistemas de riesgo los empujaron a salir y los mantuvieron fuera del mercado. En síntesis, como esos sistemas de riesgo se alimentaban de los precios del mercado y las calificaciones estaban correlacionadas con estos, la caída de los precios engendraba nuevas caídas. El mercado estaba atrapado en un círculo vicioso, como lo está ahora. Más tarde, yo bautizaría este comportamiento del mercado como un “agujero negro de liquidez”, donde las caídas de precios no desencadenaban una búsqueda de oportunidades de compra como en épocas normales, sino más ventas. Pero lo más desconcertante era que los mismos mecanismos que las instituciones financieras utilizaban para reducir el riesgo estaban convirtiendo las caídas de precios en un derrumbe sistémico.

Se incorpora la sensibilidad al riesgo

JPMorgan había sido pionero en el desarrollo de modelos sensibles al riesgo para los bancos. En esencia, aplicábamos datos de precios a corto plazo a un modelo de media-varianza de Markovitz e, invirtiendo el modelo, producíamos estimaciones de la cantidad de riesgo de mercado que corría el banco a un considerable grado de confianza. En la producción de los servicios destacábamos este proceso, que ponía de relieve la calidad de los sistemas de computación, la información y la capacidad intelectual de la firma e impresionaba a los reguladores. Para abril de 1995, los bancos lo habían adoptado como práctica habitual para administrar su capital para hacer frente a los riesgos de mercado.

Pero como esos modelos sensibles al riesgo suponían independencia estadística, no funcionarían si todos los utilizaban. Los bancos y otras instituciones se volcaron hacia sectores favoreci-

dos que antes habían ofrecido una mejor relación riesgo/rendimiento, abandonando aquellos que no lo habían hecho. Pero cuando un banco determinado veía que su modelo detectaba un alza de la volatilidad de precios a corto plazo en la cartera favorecida y procuraba reducir su exposición, muchos otros estaban tratando de hacer lo mismo al mismo tiempo, acrecentando la volatilidad y la correlación y provocando más ventas determinadas por el modelo. La liquidez desaparecía por un agujero negro. La observación de los sectores seguros por los modelos de riesgo los convertía en sectores riesgosos: cada vez más sobrevalorados, altamente correlacionados y susceptibles a la volatilidad. Y a la inversa, una observación de riesgo creaba seguridad. Por eso la cesación de pagos de Argentina tuvo un efecto de contagio tan limitado, ya que previamente los inversionistas habían huido del sector de mercados emergentes. Los físicos cuánticos observarán un paralelo con el principio de incertidumbre de Heisenberg. El grado en el cual la observación de seguridad crea riesgo, y viceversa, no está relacionado con instrumentos o sectores sino con la diversidad de la información utilizada en los modelos de riesgo.

El riesgo y la crisis asiática

Extrañamente, muchas de las respuestas de política a la crisis financiera de Asia parecían tener por objeto anotar puntos políticos o culturales. La respuesta regulatoria fue similar, ya que ignoró lo que sucedía “en el terreno” y exigía un uso aún mayor de modelos de riesgo basados en los precios y una mayor dependencia del conjunto de información común mediante el uso de calificaciones crediticias y precios disponibles al público.

Pero lo más desconcertante era que los mismos mecanismos que las instituciones financieras utilizaban para reducir el riesgo estaban convirtiendo las caídas de precios en ventas por pánico.

Por experiencia propia yo sabía que, si bien los sistemas sensibles al riesgo pueden ayudar a los bancos a administrar sus riesgos en épocas tranquilas, son como cinturones de seguridad que no funcionan cuando se conduce a alta velocidad. No son medidas de prevención de crisis: las agravan. Esta lección me indujo a escribir en 1999 el ensayo ganador del premio Jacques de Larosière, “Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk Management Practices”. El relato tuvo eco entre los gestores de riesgo maduros, pero los reguladores se agolpaban para desestimar las críticas a los modelos sensibles al riesgo como demasiado teóricas o exageradas.

Los defensores de Basilea II consideran positivo que, a diferencia de Basilea I, aquel incorpore las medidas de riesgo de mercado que usan los bancos. Yo lo considero un incumplimiento de los deberes regulatorios. Si el objeto de la regulación es alinear los controles internos de los bancos más estrechamente con la regulación, ¿qué sentido tiene entonces encarar una regu-

lación extremadamente costosa? Sería mejor dejar esa tarea a los controles de riesgo de los bancos. La razón por la que regulamos los mercados más allá de lo que marca el derecho societario normal es que los mercados fallan de tiempo en tiempo, con consecuencias sistémicas devastadoras. Si el propósito de la regulación es evitar esos fallos, no corresponde usar modelos de riesgo que dependan de los precios de mercado como instrumentos de regulación financiera. Esos precios no predicen los desplomes del mercado; si lo hicieran, estos no ocurrirían. Usar la sensibilidad al riesgo como principio regulatorio parece una alternativa sensata solo hasta que se lo piensa mejor.

La historia nos enseña que el mayor fallo del mercado se vincula con estimaciones que este hace acerca del riesgo a través del ciclo económico. Por muchas razones, los bancos y los mercados subestiman los riesgos en la fase ascendente y los sobreestiman en la fase descendente. Las calificadoras de crédito y sus calificaciones forman parte del ciclo al igual que todos los demás, como la crisis actual ha revelado una vez más. Consecuentemente, los ciclos económicos son potenciados por los ciclos de auge y caída del crédito, que siguen un ciclo de percepción del riesgo e inclinación a asumirlo. Así ha sucedido desde que existen los bancos y los mercados. En la fase ascendente, los participantes del mercado siempre ven algún nuevo paradigma que les dice que el ciclo está muerto o que esta vez es “diferente”. Recordemos que solo 18 meses atrás los diferenciales de crédito estaban cerca de tocar mínimos históricos.

La actual contracción del crédito es precisamente la clase de fallo sistémico que la regulación debería tratar de evitar. Es útil señalar que cuando los reguladores se quejan de que es imposible seguir el ciclo, se espera que los bancos centrales que fijan metas de inflación hagan algo aún más difícil: hoy deben actuar frente a un pronóstico de inflación en alza, en lugar de oponerse a la corriente del ciclo actual. Lo irrefutable es que si se introducen medidas de riesgo basadas en los precios de mercado en el capital regulatorio, este seguirá el ciclo en lugar de influir en el mismo.

En la cima de un auge, los modelos de riesgo prescritos en el Pilar 1 de Basilea II, basados en precios de mercado o en calificaciones externas, les dirán a los bancos que corren menos riesgo y están mejor capitalizados de lo que en realidad sucederá al invertirse el ciclo de crédito. Las mismas instituciones que hoy luchan por obtener capital a un costo tan elevado que compromete su rentabilidad futura —como Citibank, UBS, Merrill Lynch y otras— tenían capital más que suficiente tan solo hace 12 meses, según sus modelos internos de riesgo.

La disciplina de mercado, incorporada en el Pilar 3, castigará a los bancos que permanezcan sobrecapitalizados demasiado tiempo. En la cúspide de un auge, los bancos estarán presionados a buscar nuevas fuentes de ingresos en lugar de aprovechar los buenos tiempos para sumar reservas. Las prácticas de gestión de riesgo del banco Northern Rock del Reino Unido eran alabadas por los mercados financieros menos de seis meses antes de comprobarse que resultaban insuficientes. En julio de 2007, Charles Prince, Presidente y Director Ejecutivo de Citigroup, describió los efectos de los modelos de riesgo del mercado y la disciplina del mercado en el comportamiento de la banca con estas memorables palabras: “Mientras la música suena, hay que seguir bailando”.

Promoción de malas prácticas bancarias

Por si el enfoque general del riesgo no fuera suficientemente procíclico, el enfoque específico en que se basa el Pilar 1 acrecienta la prociclicidad y la concentración del riesgo y, lo que es peor, promueve malas prácticas bancarias. Un buen banco es aquel que presta a deudores a quienes nadie más presta porque los conoce mejor. Por la misma razón, no presta a quienes otros sí otorgan crédito. En el marco de Basilea II, los bancos no tienen ningún incentivo para seguir esta estrategia. En lugar de depender de

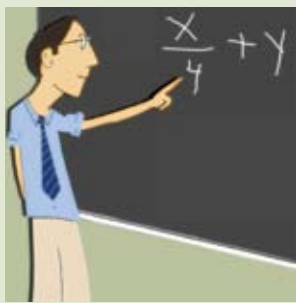
En resumen, Basilea II es mala ciencia económica. Trata de usar los precios de mercado para predecir los fracasos del mercado y destruye la diversidad natural, generadora de liquidez, de las evaluaciones del riesgo.

avezados oficiales de riesgo crediticio, Basilea II considera más sofisticado usar modelos computarizados que utilizan información pública. Pero esto es pseudociencia. Cualquier sistema en el que los participantes del mercado tengan los mismos gustos (en cuanto a reducir el riesgo y el capital regulatorio) y usen la misma información (calificaciones públicas, precios y modelos basados en estos) inducirá a los bancos a entrar en los mercados y salir de ellos en manada y finalmente provocará un colapso sistémico.

En resumen, Basilea II es mala ciencia económica. Trata de usar los precios de mercado para predecir los fracasos del mercado y destruye la diversidad natural, generadora de liquidez, de las evaluaciones del riesgo. Lo que termina haciendo es precisamente lo que la regulación debería evitar: actuar de manera procíclica. Karl Popper sostenía que la buena ciencia tiene que ver con la falsabilidad y la predecibilidad. Los críticos de la tendencia al uso de medidas de riesgo sensibles a los precios, las bases de datos sobre incumplimiento común y las calificaciones de crédito, predijeron que esta homogeneización llevaría los riesgos a donde ya no se los pueda ver; nada haría para limitar los auges, y conduciría a un colapso sistémico cuando los precios dieran marcha atrás. No olvidemos que los defensores de Basilea II afirmaron que esas críticas eran exageradas y que ahora más que nunca el sistema está mucho más seguro que antes. ■

Referencias:

- Nugée, John, y Avinash D. Persaud, 2004, “The Dangers of Being Risk-Averse”, *Financial Times*, 16 de septiembre.
- , 2006, “Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, págs. 66–77.
- Persaud, Avinash D., 1999, “Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices”, disponible en: <http://www.erisk.com/ResourceCentre/ERM/persaud.pdf>



El abecé de los

Randall Dodd

LOS MERCADOS financieros son organismos complejos cuyas estructuras económicas e institucionales son esenciales para determinar, o “descubrir”, los precios y para dotar de orden y estabilidad a los mercados. La actual turbulencia financiera empezó en agosto de 2007, y desde entonces los tenedores de obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés) y algunos instrumentos derivados de alto riesgo han constatado la rapidez con que ciertos mercados pueden desestabilizarse o dejar de funcionar.

Básicamente, los mercados financieros son bursátiles o extrabursátiles, pero ciertos sistemas electrónicos recientes han difuminado esta distinción.

Mercados bursátiles

Las bolsas, ya sea de acciones o de derivados, nacen en los centros de negociación. La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) es la más conocida. La Junta Comercial de Chicago, donde se negocian contratos a futuro desde 1851, se fusionó con su eterna rival, la Bolsa Mercantil de Chicago, para crear la mayor bolsa de derivados. En el mundo desarrollado y en desarrollo hay más de 100 bolsas de acciones y derivados.

Pero las bolsas además generan las reglas institucionales de negociación y los canales de información y de pago que posibilitan la ejecución y conclusión de las operaciones. En una bolsa se centralizan los precios de compra y venta de todos los participantes del mercado, los cuales pueden aceptar una determinada cotización o regatearla. El medio de comunicación puede ser la voz, un gesto o un mensaje electrónico. Cuando dos partes llegan a un acuerdo, el precio de la transacción se comunica a todo el mercado. Esto crea un terreno neutral en el que cada participante puede comprar o vender a los mismos precios que el resto, siempre que el operador respete las reglas.

Con la negociación electrónica las bolsas ya no tienen que ser lugares físicos. De hecho, muchas salas de operaciones tradicionales están cerrando, y las órdenes se comunican y ejecutan solo por medios electrónicos. La Bolsa de Valores de Londres y NASDAQ son completamente electrónicas, al igual que Eurex, el segundo mercado mundial de futuros. Muchas otras bolsas están eliminando los recintos físicos, pero por el momento siguen ofreciendo transacciones físicas y electrónicas. La NYSE avanza cada vez más hacia la negociación electrónica, y para ello adquirió el sistema electrónico Archipelago. Las bolsas de derivados como BM&F en Brasil y el grupo de la Junta Comercial de Chicago tienen pisos y también ofrecen negociación electrónica.

Mercados extrabursátiles

Los mercados extrabursátiles nunca han sido “lugares” sino más bien redes de negociación menos formales, pero a menudo bien organizadas, con uno o más operadores como eje. Los operadores son agentes creadores de mercado que cotizan los precios a los que están dispuestos a vender (oferta) o comprar (demanda) valores a otros operadores y a los clientes de estos. Los precios que cotizan a otros operadores no son necesariamente los mismos que ofrecen a los clientes, y tampoco todos los clientes reciben los mismos precios. Además, los operadores en un valor extrabursátil pueden retirarse del mercado y llevarse consigo la liquidez (la capacidad para comprar o vender un valor). En pocas palabras, los mercados extrabursátiles son menos transparentes y tienen menos reglas que las bolsas. Todos los valores y derivados involucrados en la actual crisis financiera se negociaron en mercados extrabursátiles.

Los operadores extrabursátiles comunican las cotizaciones de compra y venta y negocian los precios de transacción por teléfono y, cada vez con más frecuencia, por mensajes instantáneos, aunque el proceso a menudo se apoya en carteleras electrónicas en las que los operadores anuncian sus cotizaciones. La negociación telefónica, ya sea de cliente a operador o entre operadores, es bilateral porque solo dos participantes observan directamente las cotizaciones o la ejecución. El resto no conoce la transacción, aunque en algunos mercados con corredores agentes se divulgan los precios y el volumen de la transacción. Pero no todos tienen acceso a las pantallas de los operadores y no todos los participantes pueden ejecutar la operación a ese precio. La negociación bilateral suele ser muy automatizada, pero no constituye un mecanismo de bolsa porque el acceso no es igualitario ni universal.

Los mercados extrabursátiles tienen dos dimensiones básicas. En el **mercado de clientes**, la negociación bilateral ocurre entre los operadores y sus clientes, que pueden ser personas o fondos de inversión. En el **mercado de operadores**, los operadores se cotizan los precios entre sí y enseguida pueden trasladar a otros operadores algunos de los riesgos que asumen en sus negociaciones con clientes, como la adquisición de una posición excesiva en un determinado valor. Los operadores pueden estar conectados por teléfono con otros operadores o con sus principales clientes, de manera que un participante del mercado puede llamar a varios operadores sucesivamente y en pocos segundos. Un inversionista puede hacer varias llamadas para hacerse una idea del mercado desde el punto de vista del cliente. Pero los clientes no pueden penetrar el mercado entre operadores.

mercados extrabursátiles

Algunos mercados extrabursátiles, y en especial los segmentos entre operadores, cuentan con corredores de precios que ayudan a los participantes a ampliar su visión del mercado. Los operadores envían cotizaciones al corredor y este se encarga de difundirlas por teléfono. Los corredores suelen tener carteleras electrónicas para que sus clientes (los operadores) puedan presentar instantáneamente cotizaciones al resto de la red. Las carteleras muestran los precios de oferta, demanda y, a veces, de ejecución. Las pantallas de los corredores por lo general no están a disposición de los clientes finales, y por lo tanto estos no suelen estar al tanto de todas las variaciones de precios y los diferenciales en el mercado de operadores. A veces los operadores pueden negociar directamente en las pantallas, pero otras veces las pantallas son puramente informativas, y el operador tiene que recurrir a un corredor o llamar a otros operadores. Los operadores también pueden llamar al corredor y a otros operadores para anunciar y averiguar cotizaciones que no aparecen en la cartelera electrónica.

Los avances de las plataformas de negociación electrónica han transformado la negociación en muchos mercados extrabursátiles, y esto algunas veces ha hecho difusa la diferencia entre los mercados extrabursátiles tradicionales y las bolsas. A veces, una plataforma electrónica permite a los operadores y a ciertas otras personas cotizar y operar directamente en el sistema electrónico. Esto reproduce la negociación multilateral característica de las bolsas, pero solo para los participantes directos. A diferencia de las bolsas, en las que el acceso es universal, estos mecanismos electrónicos pueden diferenciar el trato a los participantes según el tamaño o el historial de crédito, por ejemplo. Además, la compensación y liquidación siguen siendo tareas del comprador y el vendedor, a diferencia de las transacciones bursátiles, de cuya intermediación y garantía se encarga la bolsa.

Los mercados extrabursátiles y la crisis financiera

La arquitectura de los mercados extrabursátiles ayuda a explicar por qué las obligaciones de deuda garantizadas (en las que el riesgo de los activos subyacentes se fracciona y se vende al detalle) y otros valores estructurados sufrieron problemas durante la actual crisis. Los derivados de crédito, efectos comerciales, bonos municipales y préstamos de educación titulizados también enfrentaron problemas. Todos estos se negociaron en mercados

extrabursátiles, que gozaron de liquidez y funcionaron bien durante épocas normales, pero que sucumbieron a las perturbaciones de los mercados y se tornaron ilíquidos y disfuncionales. Esta situación ha tenido dos secuelas graves: la imposibilidad de valorar las tenencias y la imposibilidad de negociarlas.

Sin liquidez y orden en los mercados, el descubrimiento de los precios se traba y el proceso de valoración deja de ser fácil y fiable. Un problema constante para los bancos comerciales y las empresas de inversión es la dificultad de cumplir las normas de divulgación cuando no hay

precios de mercado que permitan valorar las posiciones en activos y derivados. Además, a menudo tampoco hay precios de referencia (precios de activos similares a los que se quiere valorar). Así, los activos que solían valorarse según el mercado (o por lo menos según un precio de referencia comparable) ahora se

valoran según modelos con datos inadecuados. El mayor uso de estos métodos socava aún más la confianza del mercado porque los participantes dudan sobre el valor de las tenencias propias y ajenas.

Ante la contracción del financiamiento de sus balances y la tenencia excesiva de activos ilíquidos, los operadores se retiraron de los mercados. El súbito aumento de la volatilidad hizo que la creación de mercados se volviera particularmente peligrosa y cara. Con la retirada de los operadores cesó la negociación, sobre todo de obligaciones de deuda garantizadas, bonos municipales y derivados de crédito. Sin compradores, los inversionistas no podían deshacerse de las posiciones que les ocasionaban pérdidas, y tampoco podían venderlas para reforzar las garantías de los préstamos que financiaban esas tenencias. Así fue como la iliquidez de los mercados extrabursátiles profundizó y amplificó la crisis financiera.

Muchos de estos mercados no han vuelto a la normalidad. Los bancos centrales han inyectado fondos al mercado (liquidez de fondos), pero no pueden devolver a los participantes la voluntad para negociar (liquidez de mercado). Si las autoridades no mejoran la forma en que los operadores extrabursátiles crean mercado, podría pasar mucho tiempo hasta que la liquidez del mercado vuelva a los niveles previos a mediados de 2007. ■

Randall Dodd es Asesor del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Los mercados extrabursátiles son menos transparentes y tienen menos reglas que las bolsas.

¿Cuánto desacoplamiento? ¿Cuánta convergencia?

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok y Eswar Prasad

Es muy posible que sus ciclos económicos estén convergiendo, pero las economías industriales y los mercados emergentes parecen estar desacoplándose

EL PANORAMA económico mundial se transformó drásticamente en las últimas décadas. Una de las razones es la creciente integración económica alimentada por la multiplicación de los lazos comerciales y financieros internacionales. En las dos últimas décadas apenas, el volumen total de comercio internacional aumentó a más del triple y las corrientes financieras transfronterizas crecieron más de nueve veces.

Otra razón es la prominencia que están adquiriendo las economías de mercados emergentes. Aunque Estados Unidos sigue siendo la

economía más grande e influyente del mundo, los mercados emergentes cobraron independencia en la última década. Según datos ajustados en función de las diferencias de poder adquisitivo entre las monedas nacionales, los mercados emergentes en conjunto originaron casi el 40% del producto mundial total, frente al 25% hace dos décadas. Gracias a un peso económico cada vez mayor y a un crecimiento más dinámico que las principales economías industriales, hoy son grandes fuentes de crecimiento mundial. En 2007, el aporte de China al crecimiento del PIB mundial, medido según



los tipos de cambio de mercado, fue mayor que el de Estados Unidos. En 2000–07, los mercados emergentes originaron el grueso del crecimiento mundial (gráfico 1).

Esta transformación radical del orden económico mundial pone en entredicho el famoso dicho según el cual cuando la economía estadounidense estornuda, el resto del mundo se resfría. De hecho, ha estallado una reñida polémica entre quienes piensan que los ciclos económicos mundiales están *convergiendo* y quienes sostienen que los mercados emergentes han logrado *desacoplarse* de las fluctuaciones del ciclo económico estadounidense. El motivo del debate es que los mercados emergentes conservan un crecimiento pujante pese al desempeño relativamente anémico de Estados Unidos y otros países industriales (gráfico 2); algunos observadores piensan incluso que este último grupo se ha vuelto más dependiente de la demanda de los mercados emergentes dinámicos.

No hay duda de que los mercados financieros internacionales están estrechamente vinculados y de que las perturbaciones que sufre uno a menudo repercuten profunda e inmediatamente en otros. Lo que se desconoce es si la multiplicación de los desbordamientos financieros realmente estrecha los vínculos entre los ciclos económicos, es decir, si los desbordamientos quedan reflejados en variables macroeconómicas reales como el PIB. En otras palabras, no sabemos si la profundización y la integración de los mercados financieros reducen las vulnerabilidades de la economía mundial real o simplemente amplifica los shocks y acentúa sus efectos. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y financiera internacional, este interrogante reviste una importancia considerable. También tiene implicaciones para la calibración de las políticas oficiales que pretenden responder a perturbaciones procedentes del exterior.

Se nos presentan dos alternativas. Por un lado, el estrechamiento de los vínculos económicos entre los mercados emergentes y los países industriales debería acercar sus ciclos económicos. Por el otro, el hecho de que los mercados emergentes se hayan transformado en motores del crecimiento mundial sugiere que los movimientos de la economía de Estados Unidos y de otros países industriales ya no generarían desbordamientos tan fuertes, ya que el crecimiento de los mercados emergentes en parte aísla el ciclo económico mundial de las desaceleraciones (y los auges) de los países industriales. Solo los datos pueden demostrar cuál de estas hipótesis refleja la realidad.

Como Estados Unidos está al borde —si no en medio— de una recesión, el debate ha adquirido aristas afiladas. La preocupación en cuanto a las posibilidades de desbordamientos internacionales es generalizada, sobre todo teniendo en cuenta la rapidez con que se transmiten los shocks financieros, como lo demuestran las repercusiones mundiales de la crisis hipotecaria estadounidense.

Aquí adoptamos un enfoque novedoso para determinar si hay convergencia o desacoplamiento de las fluctuaciones de los ciclos económicos internacionales y llegamos a una conclusión inesperada y sorprendente. Aunque nos basamos en

datos históricos (1960–2005), se observan ciertos patrones intrigantes que tienen relevancia para el debate actual.

Medición de los ciclos económicos

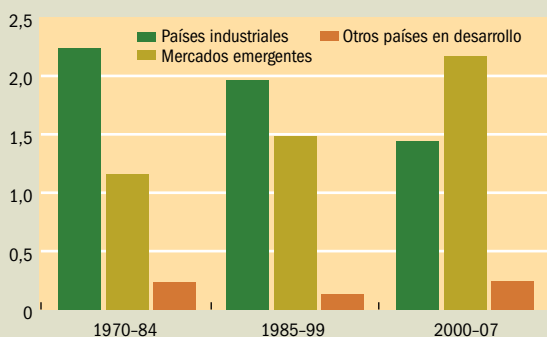
Los ciclos económicos suelen medirse en base a las fluctuaciones del producto nacional, o PIB, en torno a una tasa tendencial constante de crecimiento. Obviamente, incluso esa tasa fundamental puede variar a lo largo del tiempo, lo cual dificulta reconocer los puntos de inflexión de los ciclos. Además, el producto es apenas uno de los indicadores de la actividad económica.

Gráfico 1

Creciente peso mundial

Los mercados emergentes se han transformado en motores del crecimiento mundial.

(Contribuciones al crecimiento mundial, a tipos de cambio ajustados según la PPA; porcentaje promedio del período)¹



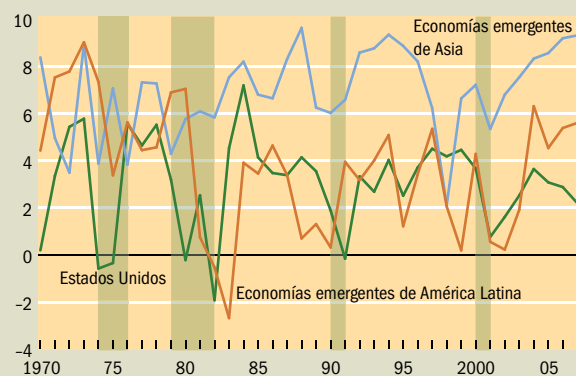
Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico.
¹PPA = paridad del poder adquisitivo.

Gráfico 2

¿Un nuevo orden?

Los mercados emergentes solían resfriarse cuando Estados Unidos estornudaba, pero la situación parece estar cambiando desde hace unos años.

(Crecimiento del PIB real; variación porcentual anual)¹



Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico.
¹Las franjas sombreadas representan recesiones en Estados Unidos.

Existe una larga tradición de utilizar un conjunto más amplio de variables macroeconómicas para discernir los puntos de inflexión. De hecho, el árbitro oficial de los ciclos económicos en Estados Unidos tiene en cuenta no solo el PIB sino también la producción industrial, el empleo, la renta y las ventas mayoristas y minoristas.

Nuestra metodología es parecida porque nos permite analizar simultáneamente las fluctuaciones de tres variables macroeconómicas fundamentales por país: el producto, el consumo y la inversión. Así podemos obtener una estimación más precisa y sólida de los ciclos económicos mundiales y nacionales.

El resultado más notable de nuestro análisis es que con el correr del tiempo el factor mundial perdió importancia relativa en lo que respecta a las fluctuaciones de las economías tanto industriales como emergentes.

Aun si fuera posible dejar perfectamente delimitados los ciclos económicos, una cuestión subsidiaria es si las fluctuaciones se deben a factores internos (como la política monetaria o fiscal) o externos (shocks mundiales como variaciones marcadas de los precios del petróleo). Otra posibilidad es que sean desbordamientos originados en un país grande como Estados Unidos. El problema es cómo diferenciar entre todas estas fuentes.

Aplicamos una metodología econométrica relativamente nueva para separar los factores que impulsan los ciclos eco-

nómicos de cada país en tres categorías: mundiales, grupales y nacionales. Así pudimos captar los desbordamientos transfronterizos de las fluctuaciones de los ciclos económicos sin partir de ninguna presunción determinante en cuanto a la magnitud, dirección o cronología del desbordamiento. El factor mundial representa las fluctuaciones comunes a todos los países y a las tres variables en cada país. El factor grupal refleja las fluctuaciones comunes a un grupo determinado de países. El factor nacional explica las fluctuaciones comunes a las tres variables en un país determinado y a la vez específicas de ese país.

Nuestro conjunto de datos es más exhaustivo que el utilizado en la mayoría de los estudios sobre el tema. Contiene 106 países que originaron más del 90% del producto mundial entre 1960 y 2005. La muestra está dividida en tres grupos: 23 economías industriales, 24 economías de mercados emergentes y 59 economías en desarrollo de bajo ingreso. Los mercados emergentes son los que integran el índice de mercados emergentes de Morgan Stanley, pero sin las economías en transición (sobre las cuales hay pocos datos hasta la década pasada) e incluyen la RAE de Hong Kong, Singapur y Venezuela. La distinción entre los dos grupos de países no industriales, que a menudo aparecen fusionados, resultó importante para el análisis.

¿Qué influye en los ciclos económicos?

Primero, analizamos la importancia relativa de los diferentes factores. En lugar de presentar los resultados por país, mostramos los promedios de cada grupo o bien el promedio de cada variable en todos los países.

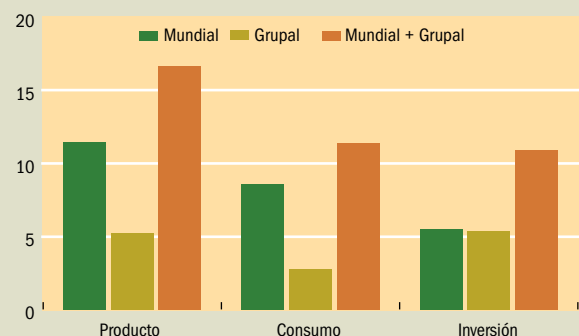
Los factores comunes —es decir, el factor mundial y los respectivos factores grupales— explican un porcentaje considerable de las fluctuaciones del ciclo económico mundial (gráfico 3). Juntos originan alrededor de 17% de las fluctuaciones del producto, en promedio. La cifra puede parecer baja, pero es más bien notable teniendo en cuenta el número y la

Gráfico 3

Factores comunes en juego

Los factores comunes explican un porcentaje considerable de las fluctuaciones de los ciclos económicos, lo cual confirma la existencia de un ciclo económico mundial.

(Porcentaje promedio de las fluctuaciones de los ciclos económicos)



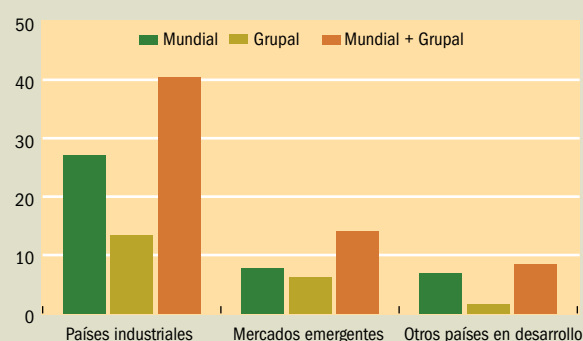
Fuente: Kose, Otrok y Prasad (2008).

Gráfico 4

La integración importa

El factor mundial reviste un máximo de importancia al explicar el crecimiento del producto de los países industriales.

(Porcentaje promedio de las fluctuaciones del crecimiento del producto)



Fuente: Kose, Otrok y Prasad (2008).

diversidad de los países analizados y el hecho de que medimos fluctuaciones comunes de tres variables macroeconómicas. La importancia de los factores comunes para los ciclos económicos nacionales implica que efectivamente existe un ciclo económico mundial.

Es interesante observar que los factores comunes explican una proporción mayor de las fluctuaciones del producto que de las fluctuaciones del consumo. Esa es una determinación inesperada porque, de acuerdo con la teoría económica estándar, la globalización debería hacer posible que los países diversificaran las fuentes de ingreso y que sus tasas de crecimiento del consumo estuvieran más estrechamente correlacionadas que sus tasas de crecimiento del PIB. Es decir, los factores comunes deberían influir más en las fluctuaciones del consumo que en las fluctuaciones del producto. Pero ese resultado encaja con datos recientes que indican que la globalización financiera todavía no les ha permitido a los mercados emergentes y otros países en desarrollo lograr mejores resultados en términos de la distribución del riesgo.

El porcentaje promedio de las fluctuaciones del crecimiento del producto imputables al factor mundial es más elevado en el caso de los países industriales (gráfico 4), algo previsible porque este grupo es el que está más integrado con el comercio y las finanzas mundiales. En promedio, el factor mundial es menos importante para los ciclos económicos de los mercados emergentes e importa muy poco en los países en desarrollo de bajo ingreso.

Patrones en evolución

Para determinar si la importancia relativa de los distintos factores cambió en respuesta a la creciente integración mundial de las dos últimas décadas, dividimos la muestra en dos períodos, 1960–84 y 1985–2005. La integración comercial y financiera internacional no cobró realmente ímpetu sino hasta mediados de los años ochenta, cuando varios países liberalizaron más la circulación transfronteriza de bienes y capitales. Por ejemplo, durante las dos últimas décadas, el porcentaje de países de nuestra muestra que levantaron las restricciones al comercio (aranceles y cupos) saltó del 20% a casi el 70%, y el porcentaje de los que levantaron los controles a la circulación transfronteriza de capitales, del 30% al 80%. Como se produjo entonces una intensificación impresionante de las corrientes comerciales y financieras mundiales, tanto en términos absolutos como en relación con la renta mundial desde mediados de los años ochenta, es razonable dividir aquí la muestra en dos períodos: preglobalización y globalización.

Recordemos que según la hipótesis de convergencia, la importancia del factor mundial crece con el correr del tiempo, y según la hipótesis de desacoplamiento, disminuye. Ahora bien, el resultado más notable de nuestro análisis es que con el correr del tiempo el factor mundial perdió importancia relativa en lo que respecta a las fluctuaciones de las economías tanto industriales como emergentes (gráfico 5). En los países industriales, la disminución fue drástica, del 28% al 9%, y en los países de mercados emergentes, sustancial, del 13% al 4%. Por otra parte, los factores grupales adquirieron importancia en ambos grupos, compensando casi exactamente el retroceso del factor mundial. La contribución relativa de los factores grupales pasó

del 17% al 31% en los países industriales, y del 3% al 9% en los mercados emergentes. Eso revela una convergencia de los ciclos económicos dentro de ambos grupos, pero un desacoplamiento entre uno y otro.

Un indicador útil del grado de sincronización mundial de los ciclos económicos es la suma de los porcentajes de la varianza correspondientes al factor mundial y los factores grupales. La importancia general de estos dos factores comunes se mantuvo más bien estable en los tres grupos de países. En otras palabras, la sincronización de los ciclos económicos a escala internacional no cambió, pero el nivel al que ocurre la sincronía ya no es mundial, sino grupal.

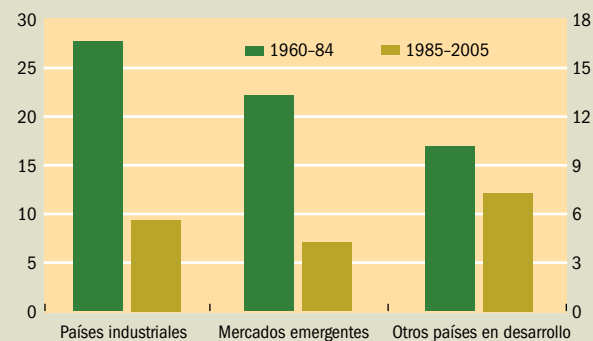
Los resultados en cuanto a las fluctuaciones del consumo y de la inversión son parecidos. También examinamos la sensibilidad de los resultados para cerciorarnos de que no estuvieran dominados, entre otras cosas, por episodios de crisis ni por un pequeño grupo de países (como los de Asia), y que no variaran si cambiábamos el año que marca la división entre la etapa de preglobalización y la de globalización.

Gráfico 5

Un panorama desigual

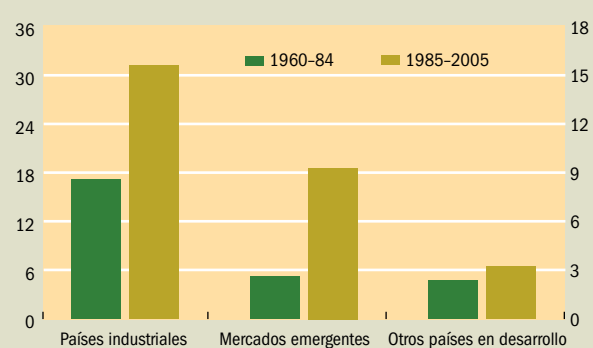
Como explicación de las fluctuaciones de los ciclos económicos, el factor mundial perdió importancia . . .

(Varianza promedio del producto imputable al factor mundial, porcentaje)



. . . en tanto que la adquirieron los factores grupales.

(Varianza promedio del producto imputable a factores grupales, porcentaje)



Fuente: Kose, Otrok y Prasad (2008).

Nota: El porcentaje de la varianza está indicado en la escala izquierda en el caso de los países industriales, y en la derecha en el caso de los mercados emergentes y otros países en desarrollo.

Por último, en lugar de examinar únicamente los promedios de los grupos, analizamos los resultados individuales por país. Los resultados presentados arriba son aún más persuasivos a nivel nacional: la importancia relativa del factor mundial disminuye y la del factor grupal respectivo aumenta en la mayoría de las economías industriales y de mercados emergentes. Por ejemplo, entre los países industriales, la contribución del factor mundial a la varianza baja entre el primer período y el segundo en 16 países, se mantiene estable en 6 y aumenta en apenas 1. Lo contrario sucede con la importancia relativa del factor grupal, que aumenta en 13 países y disminuye en 2. Estos patrones son bastante parecidos en el caso de los mercados emergentes: el factor mundial pierde importancia relativa en 12 países y la adquiere únicamente en 2; el factor grupal, por su parte, la adquiere en 14 y no la pierde en ninguno.

Los resultados bajo la lupa

Entre 1960 y 1984 se produjeron varios shocks mundiales profundos: las dos crisis petroleras y la desinflación sincronizada de los años ochenta. Pero a partir de mediados de esa década —el período de globalización— no hubo tantas perturbaciones comunes y su influencia en las fluctuaciones internacionales de los ciclos económicos disminuyó.

Además, los vínculos dentro de los grupos se afianzaron. Primero, la integración dentro del grupo de los países industriales y el de los mercados emergentes fue más rápida que la integración general. Concretamente, la proporción del comercio intragrupal dentro del total de comercio exterior de los mercados emergentes prácticamente se duplicó en las dos últimas décadas, al mismo tiempo que bajó —del 70% al 50%— la proporción que representa el comercio con los países industriales. Segundo, se fortalecieron también los lazos financieros dentro de cada grupo.

La diversificación de la producción y del comercio internacional evolucionó de manera tal que las estructuras sectoriales de producción muestran un parecido mayor entre los países que integran cada grupo. En consecuencia, los shocks grupales influyen más en los ciclos económicos nacionales de los mercados emergentes y de los países industriales. Naturalmente, la importancia del factor mundial y de los factores grupales para los ciclos económicos de los países en desarrollo de bajo ingreso —o sea, el grupo menos expuesto a las fuerzas de la globalización— apenas cambió con el transcurso del tiempo.

Relación con la crisis financiera actual

Es lógico preguntarse qué implicaciones tienen estos resultados para el debate sobre la convergencia o el desacoplamiento

a nivel mundial de los ciclos económicos nacionales. Nuestros resultados recomiendan abordarlo con una perspectiva más bien matizada. Al contrario de lo que sostiene la hipótesis de convergencia, el avance de la integración comercial y financiera no está vinculado necesariamente a la convergencia mundial de los ciclos económicos, como lo demuestra la pérdida de importancia del factor mundial. Pero sí hay indicios de convergencia a otro nivel. La intensificación de la integración económica entre países industriales y entre economías de mercados emergentes está relacionada con la formación de ciclos grupales.

En otras palabras, a lo largo del tiempo se produjo una convergencia de los ciclos económicos entre las economías industriales y entre las economías de mercados emergentes, pero al mismo tiempo se registró una divergencia —o desacoplamiento— de los ciclos económicos entre estos dos grupos.

Estas conclusiones no deben interpretarse como una convalidación indiscriminada de la hipótesis de divergencia en el contexto del debate sobre los posibles efectos de desbordamiento de una recesión en Estados Unidos. Primero, nuestros resultados no están cen-

trados únicamente en Estados Unidos, sino que abarcan un amplio grupo de países industriales. Segundo, la experiencia histórica sugiere que una recesión profunda y prolongada en Estados Unidos podría tener efectos de desbordamiento mucho mayores que una recesión corta y suave. Aunque las variaciones seculares aquí documentadas indican que, como grupo, los mercados emergentes se están transformando en un motor separado del crecimiento mundial, las posibilidades de desacoplamiento seguirían dependiendo de la duración y la gravedad de la desaceleración estadounidense.

Además, nuestro análisis incluye vinculaciones a través de agregados macroeconómicos reales, sin tener en cuenta los lazos financieros. En otras palabras, no se refieren a las posibilidades (o no) de desacoplamiento financiero. La turbulencia financiera mundial del último año demuestra claramente que en una era de estrecha integración financiera es muy improbable que haya un período prolongado de desacoplamiento financiero. ■

M. Ayhan Kose es Economista en la División de Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI. Christopher Otrok es docente de la Universidad de Virginia y Eswar Prasad ocupa la cátedra Nandlal P. Tolani de política comercial de la Universidad de Cornell.

Este artículo se basa en una monografía que los autores publicarán próximamente como parte de la serie IMF Working Papers bajo el título "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?"



La otra cara de las monedas

Operadoras de opciones euro-dólar en la Bolsa Mercantil de Chicago.

LOS GOBIERNOS de las economías avanzadas no suelen entrometerse en los mercados de cambio y dejan que las fuerzas del mercado fijen el valor de las divisas. En parte responden a la razón ideológica de que el mercado generalmente produce un valor acertado. Pero también entran en juego los resultados decididamente desiguales de los intentos por apuntalar las grandes monedas o evitar una subida excesivamente rápida, especialmente en la segunda mitad de los años ochenta.

Las marcadas fluctuaciones del dólar y de otras monedas importantes generaron nuevas inquietudes —reflejadas en una declaración del Grupo de los Siete principales países industriales en la última reunión del Banco Mundial y del FMI— y pusieron de nuevo en primer plano la posibilidad de una intervención cambiaria. Lo que conviene plantearse es si daría resultado.

Teóricamente es fácil influir en el tipo de cambio. Para que este se *afiance*, el banco central sencillamente sube la tasa de interés de referencia. Los inversionistas atraídos por intereses más redituables empujan al alza la demanda de esa moneda y el tipo de cambio se aprecia. Para que el tipo de cambio *retroceda*, se recorta la tasa de interés. El problema es que en la práctica ambas alternativas tienen un precio: el banco central debe subordinar la

política monetaria al tipo de cambio deseado, obviando otras metas internas más comunes, como el control de la inflación, el respaldo de la actividad económica o el suministro de liquidez al sistema financiero en momentos de tensión.

Para soslayar ese problema, los bancos centrales elaboraron una técnica denominada “esterilización”, para separar los efectos de la política monetaria en el tipo de cambio y en las metas internas. La idea es compensar la compraventa de divisas que hace el banco central con operaciones de mercado abierto —o sea, la compraventa de bonos públicos— en las plazas internas para evitar que varíen la oferta de dinero o la tasa de interés de referencia. Por ejemplo, si la Reserva Federal estadounidense interviniera para apuntalar la moneda utilizando las tenencias de divisas para comprar dólares, retiraría dólares de circulación y reduciría la oferta monetaria, lo cual equivale a subir la tasa de interés. Esa opción es poco deseable si la economía se encuentra al borde de una recesión. Entonces, para “esterilizar” la operación, la Reserva Federal compraría títulos del Tesoro en el mercado abierto para inyectar dólares y así restituir la tasa de interés al nivel original.

Pero si la intervención esterilizada no hace variar la tasa de interés, ¿por qué habría de influir en el tipo de cambio? De hecho, en un

La intervención cambiaria exige cooperación entre los bancos centrales

Atish Ghosh

mundo con sustituibilidad perfecta de activos, información completa y mercados totalmente líquidos, el tipo de cambio se mantendría invariable.

Este artículo examina el impacto cambiario que puede producir la intervención esterilizada y evalúa qué modalidades dan resultado y cuáles no. Se centra en las monedas más importantes —el dólar, el yen y el euro— porque los mercados que las negocian son de tal tamaño que la intervención probablemente tenga una eficacia diferente de la que se les plantea a los bancos centrales de países en desarrollo y de mercados emergentes.

Tipos de canales

Los economistas reconocen tres canales centrales a través de los cuales la intervención esterilizada podría afectar al tipo de cambio.

A través del *canal del saldo de cartera*, la oferta relativa de activos influye en la prima por riesgo y, por ende, en el tipo de cambio. Supongamos que un banco central busca depreciar la moneda frente al dólar de EE.UU. Primero compra dólares a cambio de la moneda nacional. Como eso aumenta la oferta monetaria, esteriliza la intervención vendiendo bonos públicos denominados en la moneda nacional a cambio de efectivo, restituyendo la oferta monetaria al nivel original. El resultado neto es un aumento de la oferta de bonos denominados en la moneda nacional. Si los activos no son sustitutos perfectos, la expansión de la oferta relativa de bonos hace subir la prima por riesgo, lo cual a su vez produce un deterioro de la moneda.

Aunque la experiencia demuestra que los activos no son sustitutos perfectos, el supuesto funcionamiento de este canal deja claro que probablemente tenga escasa relevancia práctica para las principales monedas: el volumen de activos en circulación es tan grande que se necesitaría una intervención masiva para producir una variación sensible de la prima por riesgo y, por ende, del tipo de cambio.

A través del *canal de señalización*, el banco central les comunica a los mercados sus intenciones en materia de política monetaria o bien información privada que pueda tener sobre la oferta o la demanda futura de la moneda (o su equivalente, la trayectoria de las tasas de interés). Así se puede formar un círculo virtuoso de expectativas: si el banco central goza de credibilidad y comunica la opinión de que el tipo de cambio es demasiado fuerte —y que ajustará lo necesario la tasa de referencia—, las expectativas del mercado se traducirán en una venta de la moneda, debilitándola como se deseaba.

Pero ¿qué le impide a un banco central simplemente anunciar esas intenciones o esa información, sin necesidad de confirmar su veracidad mediante una intervención? En parte es para demostrar coherencia. Si un banco central compra divisas para depreciar la moneda nacional y esta se aprecia, sufre una pérdida contable. Esa situación puede ser políticamente bochornosa incluso para los bancos centrales más grandes y es lo que convence al mercado de que el banco central llevará a la práctica —de ser necesario, mediante una intervención no esterilizada— las intenciones que quería comunicar con la intervención esterilizada.

Algunos estudios recientes muestran que la *microestructura* del mercado —es decir, las órdenes de compraventa efectuadas minuto a minuto— puede influir en los precios de los activos, ya que estas órdenes le comunican implícitamente información al mercado. Al alterarlas, la intervención del banco central puede influir en el tipo de cambio.

Si la intervención cumple ese cometido, ciertos participantes en el mercado pueden “subirse al carro” y amplificar sus efectos, empujando el tipo de cambio más allá de niveles técnicos o “puntos de resistencia” críticos. Si muchos de esos operadores proceden en base a análisis técnicos, la intervención original puede tener un impacto desproporcionado, sobre todo si el tipo de cambio parece estar lejos del nivel de equilibrio.

Por último, incluso si una intervención esterilizada tiene un efecto suave o pasajero, el hecho de repetirla puede tener consecuencias duraderas para la volatilidad del tipo de cambio. De hecho, los bancos centrales suelen intervenir cuando las condiciones de mercado son desordenadas y la volatilidad es, a su parecer, excesiva.

Modalidades de intervención

Una decisión que enfrentan los bancos centrales es si han de *intervenir abiertamente o en secreto* (aunque, como ya se explicó, ninguna intervención es completamente secreta porque influye en la microestructura). Obviamente, la señalización da mejor resultado si se anuncia la intervención. Pero hay veces en que el banco central opta por evaluar primero la profundidad y la extensión de la volatilidad mediante una intervención secreta, con la ventaja agregada de que no pierde credibilidad si no logra mover el tipo de cambio en la dirección deseada.

En algunas circunstancias resulta preferible una intervención secreta. Supongamos que un banco central tiene en su poder información privada que producirá un trastorno repentino del tipo de cambio cuando salga a la luz; por ejemplo, si sabe por adelantado que las cifras de la balanza comercial son desalentadoras. En ese caso, una intervención abierta revelaría la información y produciría un ajuste cambiario abrupto y perjudicial. Al actuar en secreto, el banco central revela parte de la información y logra que el tipo de cambio se mueva en la dirección deseada cuando la información llegue al mercado.

Otra decisión es la de *actuar unilateralmente o en coordinación con otro u otros bancos centrales*. Obviamente, la intervención coordinada tiene más probabilidades de eficacia. En el canal del saldo de cartera, lo que importa es la oferta relativa de activos: si un país pone más activos en circulación y otro retira parte de los suyos, el impacto en la oferta relativa será proporcionalmente mayor que si uno de ellos actúa por su cuenta. En el canal de señalización, lo que importa es la oferta relativa de dinero (o el diferencial entre las tasas de interés): si mediante la intervención coordinada ambos países señalan que las tasas de interés se moverán en direcciones opuestas, el impacto en el diferencial esperado —y por ende en el tipo de cambio— será proporcionalmente mayor. Aunque es más eficaz, la intervención coordinada puede resultar más difícil, ya que exige el acuerdo de los ban-

cos centrales en cuanto al nivel y la dinámica que se le desea imprimir al tipo de cambio, y también cooperación operacional y logística. Pero aun sin una intervención coordinada, las políticas o los anuncios de los bancos centrales deben, como mínimo, evitar ser contradictorios.

La experiencia hasta el momento

En la práctica, la intervención esterilizada ha producido resultados desiguales. Varios estudios de la década de 1980, como el informe Jurgensen (1983), le atribuyen una eficacia limitada, pero los datos recientes son más alentadores. En las dos últimas décadas hubo cinco grandes intervenciones coordinadas: en 1985, el Acuerdo del Plaza, para apuntalar las monedas del G-5 con excepción del dólar; en 1987, el Acuerdo del Louvre, para afianzar el dólar frente a otras monedas del G-6; en 1995, los esfuerzos de los ministros de Hacienda del G-7 por fortalecer el dólar; en 1998, la intervención conjunta de Estados Unidos y Japón a favor del yen, y en 2000, la intervención organizada por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal estadounidense y los bancos centrales del Reino Unido, Japón y Canadá para respaldar el euro. Cuatro de esas intervenciones consiguieron crear un punto de inflexión y la moneda se movió en la dirección deseada (véase el gráfico), aunque es difícil determinar qué habría sucedido

si los bancos no hubieran actuado (por ejemplo, para 1985 el dólar había alcanzado niveles estratosféricos y la depreciación quizás hubiera sido inevitable).

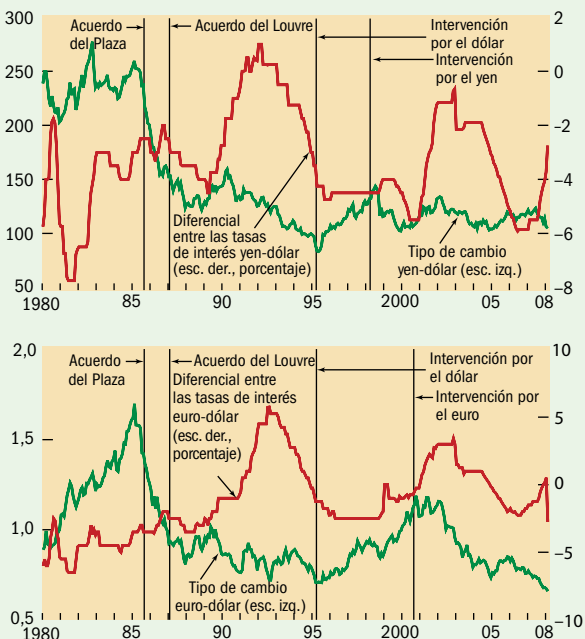
Estas intervenciones prosperaron en gran medida porque poco después los diferenciales de las tasas de interés variaron en la dirección deseada —o por lo menos no en dirección contraria—, acorde con la función del canal de señalización. Ese efecto se destaca aún más en contraste con el sonoro fracaso del Acuerdo del Louvre de febrero de 1987, que no consiguió afianzar el dólar. Aunque en un principio el diferencial entre las tasas de interés alemanas y estadounidenses aumentó, pocos meses después Alemania comenzó a subir la tasa de interés frente a las presiones inflacionarias. Esa maniobra, sumada a una balanza comercial desfavorable en Estados Unidos, desembocó en una fuerte caída del dólar y el *crash* bursátil de octubre de 1987, ya que los mercados esperaban que la Reserva Federal subiera las tasas de interés para mitigar la presión inflacionaria generada por la debilidad del dólar.

Tanto la teoría como la práctica sugieren que la intervención esterilizada puede ser eficaz, pero solo si hay expectativas verosímiles de que recibirá el respaldo necesario. Por eso probablemente no constituya una herramienta totalmente independiente; pero, si inspira credibilidad —y sobre todo si está coordinada con otros bancos centrales—, puede brindar más flexibilidad para alcanzar las metas deseadas. Y, especialmente en los momentos de tensión financiera, cuando los bancos centrales luchan por alcanzar metas internas y externas variadas, toda herramienta útil puede ser buena. ■

Atish Ghosh es Jefe de División en el Departamento de Estudios del FMI.

Puntos de inflexión

Cuatro de las cinco intervenciones coordinadas llevadas a cabo desde mediados de los años ochenta lograron apuntalar una moneda débil. Un elemento clave fueron los diferenciales propicios entre las tasas de interés.



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.

Nota: Las líneas verticales indican una intervención coordinada de gran magnitud. Las series del tipo de cambio y del diferencial entre las tasas de interés euro-dólar están empalmadas con las series marco alemán-dólar en los años previos al lanzamiento del euro.

Si se desea obtener más información, se sugieren los siguientes estudios:

Domínguez, Kathryn, y Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect", *American Economic Review*, vol. 83 (diciembre), págs. 1356–69.

Evans, Martin, y Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 110 (febrero), págs. 170–80.

Fatum, Rasmus, y Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 (marzo), págs. 199–219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemark Rate", *Journal of International Economics*, vol. 32, págs. 201–20.

———, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market", *European Economic Review*, vol. 46 (febrero), págs. 253–72.

Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães y C. Karacadag, 2006, *Official Foreign Exchange Intervention*, IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: Departamento del Tesoro de Estados Unidos).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (inédito; Union Bank of Switzerland).

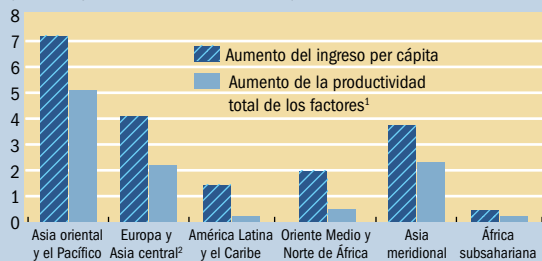
El cierre de la

El PROGRESO TECNOLÓGICO —o las mejoras en la producción, comercialización y venta de bienes y servicios— es uno de los pilares del desarrollo humano. Ha ayudado a reducir la proporción de personas que vive en condiciones de pobreza absoluta en los países en desarrollo de 29% en 1990 a 18% en 2004.

El progreso tecnológico de los países en desarrollo (es decir, los países de ingreso bajo, mediano bajo y mediano alto) fue mayor que el de los países de ingreso alto desde comienzos de los años noventa hasta la presente década. Obviamente, el nivel inicial de tecnología en los países de bajo ingreso era mucho más bajo.

En las regiones en desarrollo, el progreso tecnológico ha ido a la par del crecimiento del ingreso.

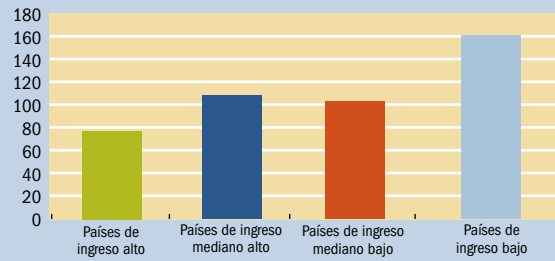
(Variación porcentual anual, 1990–2005)



¹La productividad total de los factores resume todos los aspectos que influyen en el PIB —como la tecnología— distintos de los incrementos del capital y la mano de obra.
²Los datos de Europa y Asia central corresponden al período 1995–2005.

En los países de bajo ingreso, el progreso tecnológico ha sido muy rápido . . .

(Variación porcentual del índice de avance tecnológico, década de 2000 frente a década de 1990)¹



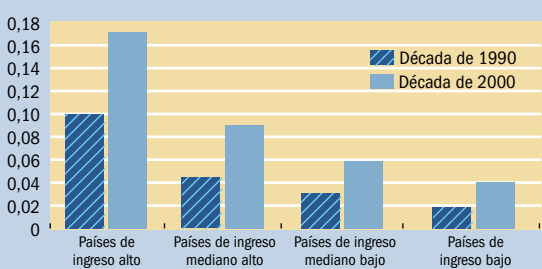
¹Indicador agregado que combina 20 indicadores de avance tecnológico.

Así, la brecha tecnológica entre los países ricos y los países pobres es menor pero aún significativa. Los países de bajo ingreso emplean solo un cuarto de la tecnología que usan los de ingreso alto.

El dinámico progreso tecnológico de los países en desarrollo se ha basado en la adopción y absorción de tecnologías existentes. Para el tamaño de sus economías, estos países producen relativamente pocas innovaciones de vanguardia.

. . . pero la brecha tecnológica entre los países de ingreso alto e ingreso bajo sigue siendo amplia.

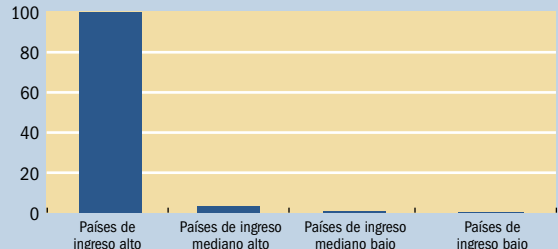
(Índice de avance tecnológico)¹



¹Indicador agregado que combina 20 indicadores de avance tecnológico.

La mayoría de los países de bajo ingreso tienen una presencia apenas perceptible en la vanguardia de la tecnología mundial.

(Intensidad de la innovación e invención científica durante 1990–2005; índice, países de ingreso alto = 100)¹



¹Un subíndice del índice de avance tecnológico.

Preparado por Andrew Burns (Banco Mundial). Basado en Banco Mundial, Global Economic Prospects 2008.

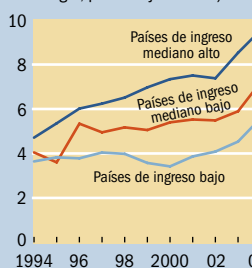
brecha tecnológica

La mayor exposición a tecnologías extranjeras ha facilitado la difusión tecnológica en los países en desarrollo. En los últimos 15 años, la inversión extranjera directa y la importación de alta tecnología y bienes de capital se han duplicado como porcentaje del PIB, en parte gracias a los contactos con emigrantes calificados que viven en el extranjero.

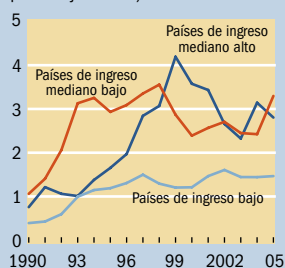
Esa exposición ayuda a acelerar la difusión de tecnologías nuevas, como teléfonos celulares, computadoras e Internet. A comienzos del siglo XX, la nueva tecnología tardaba más de 50 años en llegar a la mayoría de los países; hoy en día tarda unos 16 años. Pero dentro del país la difusión tiende a ser lenta porque muchos países en desarrollo no están dotados técnicamente para dominar las tecnologías nuevas y antiguas.

La apertura del mercado estimula la transferencia de tecnología.

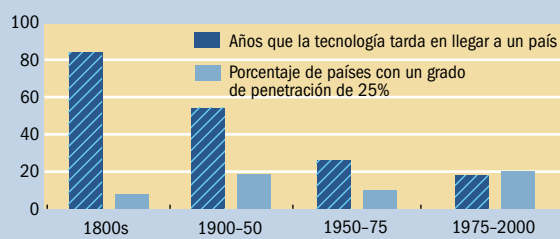
(Importaciones de bienes de alta tecnología, porcentaje del PIB)



(Inversión extranjera directa, porcentaje del PIB)



La difusión tecnológica entre países se ha acelerado, pero es lenta dentro de los países.



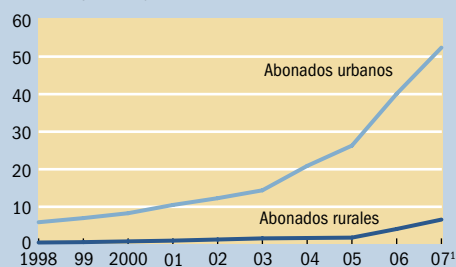
Nota: En el eje de las abscisas se indica el período en que la tecnología fue inventada.

La lenta difusión interna significa que en las ciudades puede haber tecnología de punta, pero que su uso a escala nacional puede ser escaso. En India, más de 1 de cada 2 familias tiene teléfono celular en las zonas urbanas, pero solo 1 de cada 10 lo tiene en las zonas rurales.

Mejores políticas macroeconómicas y educativas y la proliferación de la tecnología básica —electricidad, infraestructura vial, teléfonos y saneamiento— han permitido la propagación de la tecnología en los países en desarrollo, pero el progreso ha sido lento y la capacidad para asimilar ideas y técnicas nuevas aún es escasa.

La difusión escasa en las zonas rurales en muchos países, como India, frena el avance tecnológico.

(Número de abonados a servicio telefónico en India por cada 100 personas)



¹Los datos de 2007 corresponden a las cifras de junio de 2007.

Cerrar la brecha

Medidas que los países en desarrollo han de tomar para seguir cerrando la brecha con los países de ingreso alto:

- Seguir exponiéndose a tecnologías extranjeras mediante la apertura comercial, la inversión extranjera directa y la participación de la población migratoria.
- Mejorar aún más el clima de inversión para promover las empresas innovadoras.
- Invertir en tecnologías e infraestructura básicas, como carreteras, electricidad y teléfonos.
- Elevar la calidad y cantidad de la educación en todo el país, no solo en los centros de actividad.
- Reforzar los sistemas de difusión tecnológica y la orientación de mercado en los programas de investigación y desarrollo. ■

Una cuestión capital

El fuerte aumento de los flujos de inversión privada hacia los países de bajo ingreso es un logro en el mundo en desarrollo del que no se habla

Thomas Dorsey

EL EXTRAORDINARIO crecimiento de los flujos de capital privado hacia los países de bajo ingreso de todo el mundo en los últimos 25 años es uno de los logros del desarrollo. Los flujos de capital y otros de índole similar, como las donaciones de ayuda y las remesas que pueden sustituir a los flujos de capital, alcanzan máximos históricos, impulsados por el fuerte aumento de la inversión extranjera directa (IED) en las economías de estos países.

Si bien las donaciones entre gobiernos y los préstamos a estos países en desarrollo han aumentado solamente al mismo ritmo que el PIB de los países de bajo ingreso, las entradas de fuentes privadas se han cuadruplicado en relación con el PIB de estos países desde los años ochenta, y el incremento de la IED aún ha sido más extraordinario. Este repunte se produce en un momento en que no han llegado a concretarse los grandes aumentos prometidos de la ayuda oficial a los países pobres, y los Objetivos de Desarrollo del Milenio se mantienen fuera de alcance.

Los países de bajo ingreso forman un grupo diverso y tienen en común poco más que ingresos per cápita bajos. India es el país más grande, con una población de más de 1.000 millones de personas y un PIB de US\$772.000 millones en 2006. Se clasifica, junto con Brasil, Rusia y China, como uno de los principales países de mercados emergentes. El más pequeño es Dominica, con una población de alrededor de 70.000 personas y un PIB de US\$200 millones. Los países de bajo ingreso se encuentran en todas las regiones del mundo: en África, Asia, el Caribe, Europa oriental, América Latina y el Pacífico Sur.

Los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso es un tema que no se entiende adecuadamente ni se ha estudiado con el detalle necesario. La mayor parte de la atención sobre los flujos internacionales de capital hacia las economías en desarrollo se ha centrado en los grandes mercados emergentes, en parte porque los países de bajo ingreso concentran una proporción relativamente pequeña (5%–20%) de los capitales que reciben los países en desarrollo en la mayor parte de



las categorías de activos y pasivos. Además, la labor realizada específicamente sobre estos países se ha centrado en la fuga de capitales y los flujos oficiales, y se ha hecho hincapié particularmente en la deuda oficial y la condonación de esta deuda.

No obstante, en estudios recientes del FMI se intenta remediar esta omisión analizando las tendencias de los flujos de capital y otros de índole similar hacia los países de bajo ingreso (Dorsey *et al.*, 2008; véase el recuadro). En este artículo se analiza este cambio extraordinario en el financiamiento de los países más pobres del mundo más allá de las cifras y cuál sería el lado negativo de esta tendencia.

Terminología principal

- **Entradas de capital:** Corresponden a las variaciones de los pasivos frente a otros países (por ejemplo, la IED, los flujos de cartera, como las acciones o las letras del Tesoro, y los préstamos).

- **Otras entradas de índole similar a las de capital:** Abarcan las transferencias corrientes (oficiales y privadas), la condonación de deuda y otras transferencias de capital en la cuenta de capital.

Otros flujos de balanza de pagos pueden ser sustitutos de las entradas de capital aunque no den lugar a un cambio de propiedad de un activo. La ayuda externa (donaciones o transferencias oficiales) y la condonación de deuda pueden ser sustitutos de los préstamos oficiales (entre gobiernos); el uso de las reservas de divisas puede ser un sustituto de nuevos préstamos, y las transferencias privadas, como las remesas, pueden ser sustituidas por la asistencia oficial para el desarrollo en algunas circunstancias.

- **Salidas de activos:** La evaluación de los beneficios y otros efectos de las entradas de capital y otras de índole similar depende en parte de la forma en que se utilicen estas entradas. Pueden utilizarse para cubrir las exportaciones o adquirir activos externos. En este estudio se analizan las variaciones de las reservas internacionales y la acumulación de otros activos financieros. Los errores y omisiones netos, que a veces se consideran una variable representativa de los flujos de capital encubiertos o no registrados también figuran como salidas de activos.



Cadena de montaje en una fábrica de automóviles de Vietnam, financiada parcialmente con inversión extranjera.

Evaluación de los nuevos flujos

Si los países de bajo ingreso fueran simplemente economías pobres que recibieran flujos de capital proporcionalmente inferiores a otros países en desarrollo, no importaría que los estudios sobre estos flujos no se centraran específicamente en estos países. No obstante, la composición de los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso es muy distinta de los que reciben los países de ingresos más altos. Los préstamos del gobierno y las donaciones de ayuda externa son mucho más importantes en estos países que en los países de ingresos más altos, mientras que los préstamos bancarios y las ventas de acciones, bonos y otros valores son menos importantes en los países de bajo ingreso que en los mercados emergentes.

En este estudio los países de bajo ingreso comprenden 78 países habilitados para recibir préstamos en el marco del servicio

financiero concesionario del FMI, denominado Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza.

Observamos que los flujos de capital y otros de índole similar hacia los países de bajo ingreso aumentaron de alrededor del 4% del PIB de estos países en los años ochenta a más del 10% del PIB en 2006 (gráfico 1) y este incremento puede atribuirse principalmente a las entradas de fuentes privadas. De hecho, los flujos privados, que representaban alrededor de la mitad de las entradas totales en los años ochenta, se han convertido en la principal fuente de estos flujos en el decenio actual.

El incremento de estos flujos está vinculado con la aplicación de políticas económicas más sólidas, la liberalización del comercio y la inversión, y resultados económicos más estables en muchos países.

Varios países pobres, sobre todo en África, se han beneficiado recientemente del alivio de la deuda frente a acreedores oficiales, incluidos el FMI y el Banco Mundial. Y aunque las circunstancias varían de un país a otro, en general las nuevas entradas están relacionadas con la mejora de los saldos en cuenta corriente y no representan una nueva acumulación de deuda insostenible.

Con respecto a los *flujos oficiales*, los préstamos y donaciones entre gobiernos han aumentado solamente al mismo ritmo que el PIB de los países de bajo ingreso, y su proporción en las entradas totales se ha reducido gradualmente. No obstante, existe una tendencia pronunciada dentro de los flujos oficiales hacia la sustitución de los préstamos por donaciones (gráfico 2). En consonancia con las políticas anunciadas por los donantes, las transferencias oficiales corrientes (donaciones) se triplicaron de alrededor del 0,5% del PIB de los países de bajo ingreso a principios de los años ochenta al 1,3% del PIB en 2006.

Al mismo tiempo, el crédito oficial a los países de bajo ingreso (excluida la condonación de deuda) se redujo de entradas de alrededor del 1,5% del PIB de estos países en los años ochenta y noventa a salidas de alrededor del 0,2% del PIB en 2006. Si no se excluye la condonación de deuda de las variaciones del crédito oficial (es decir, si la condonación de deuda se cuenta como una salida de capital), el crédito oficial (medido como la variación de los pasivos frente a los acreedores oficiales) fue negativo en 2006.

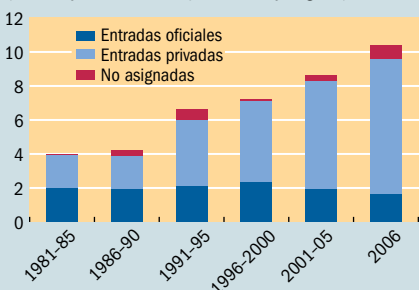
Con respecto a los *flujos privados*, el estudio indica que se han más que cuadruplicado desde los años ochenta (gráfico 3). La característica más sobresaliente del cambio en los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso es que la IED se ha multiplicado por 10 como proporción del PIB de estos países entre los años ochenta y 2006. Las entradas de IED representaban, en promedio, solo el 0,2% del PIB de estos países a principios de los años ochenta, pero aumentaron gradualmente a más del 3% del PIB en 2006.

Gráfico 1

Lluvia de capital

Fuerte aumento de los flujos de capital hacia los países pobres impulsados por el capital de fuentes privadas.

(Porcentaje del PIB de los países de bajo ingreso)



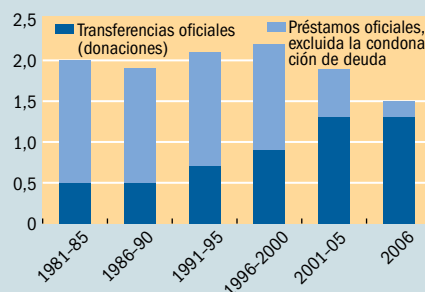
Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 2

No se han materializado los compromisos

El aumento prometido de la ayuda oficial aún no se ha concretado, pero las donaciones son ahora más importantes que los préstamos.

(Porcentaje del PIB de los países de bajo ingreso)



Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Algo solo ligeramente menos sorprendente es el aumento de las remesas y otras transferencias privadas. Las transferencias corrientes privadas se han triplicado como proporción del PIB de los países de bajo ingreso desde los años ochenta, y se han incrementado del 1,1% del PIB a principios de los años ochenta al 3,6% del PIB en 2006. En principio, las transferencias privadas pueden desglosarse en remesas de trabajadores y otras transferencias privadas. No obstante, los problemas estadísticos impiden este desglose. Las entradas privadas, excluida la IED y las transferencias privadas, ascendieron en promedio solo a alrededor del ½% del PIB de los países de bajo ingreso en los años ochenta y noventa, pero aumentaron justo por encima del 1% del PIB entre 2003 y 2006.

Además del aumento de las entradas, los países de bajo ingreso también han acumulado reservas oficiales (gráfico 4). El saldo de reservas de estos países se incrementó de un nivel equivalente a 3,1 meses de importaciones de bienes y servicios en 1995 a 6,5 meses en 2006. Esta acumulación podría haber contribuido a la reducción del endeudamiento porque el aumento de los niveles de reservas permite a estos países prescindir del endeudamiento en caso de shocks y utilizar, en cambio, las reservas.

El caso de África

¿Se aplican también estos resultados a África? Esta pregunta es pertinente debido a las diferencias enormes entre los países de bajo ingreso y a que estas diferencias regionales, de tamaño y otros factores podrían tener implicaciones para el análisis y los resultados económicos. India concentra aproximadamente la mitad del PIB de los países de bajo ingreso, y los países de bajo ingreso de África y de Asia meridional y oriental representan alrededor de una quinta parte del PIB de estos países. Los países de bajo ingreso de las demás regiones (el Caribe, la región del Cáucaso, Europa sudoriental, Asia central, América Latina, Oriente Medio y las islas del Pacífico) representan el 7% restante.

Las entradas de capital privado aumentan en las tres principales regiones y las oficiales se mantienen relativamente estables. Los flujos privados han experimentado un fuerte repunte en los países de bajo ingreso de África, India y otros países de Asia meridional y oriental en proporciones similares, y se han incrementado del 1% al 3% del PIB en los años ochenta a por lo menos el 6% y hasta el 10% del PIB en 2006.

La composición de las entradas de capital privado varía de una región a otra. La IED es la fuente más importante de entradas de capital hacia los países de bajo ingreso de África, pero las transferencias privadas son más importantes en Asia meridional y oriental, incluida India. No obstante, ambos componentes están aumentando fuertemente en las tres regiones.

Los flujos oficiales se mantuvieron inicialmente en niveles muy diferentes en las tres regiones, siendo persistentemente más altos en los países de bajo ingreso de África que en los de Asia meridional y oriental y muy bajos en India. Los flujos privados hacia los países de bajo ingreso de África han coincidido con los de estos países en Asia en los últimos años, lo que parece indicar que se están disipando los desincentivos a la inversión en África observados en décadas anteriores.

El repunte de los flujos privados hacia los países de bajo ingreso también beneficia a los distintos países en otras dimensiones. Los países de bajo ingreso ricos en petróleo y minerales registran niveles más altos de IED, mientras que los que no tienen recursos minerales registran niveles más altos de remesas y otras transferencias privadas (Dorsey *et al.*, 2008).

Razones de la evolución de los flujos

Las razones que explican este cambio extraordinario son diversas. La privatización o la apertura de la economía a la adquisición extranjera de empresas pueden crear oportunidades excepcionales para la IED. Estas políticas son difíciles de cuantificar, pero se ha observado una tendencia hacia la liberalización en los últimos años (Reddy, 2007).

También ha contribuido la mejora del clima general de inversión, incluidas las políticas comerciales y empresariales (Busse y Groizard, 2006; Bénassy-Quéré, Coupet y Mayer, 2007, y Naudé y Krugell, 2007). Asimismo, se observa una tendencia hacia la liberalización del comercio y el entorno empresarial en los países de bajo ingreso, que coincide con el aumento de la IED.

Otras consideraciones generales de política económica también podrían fomentar la inversión en los países de bajo ingreso. La inflación y los saldos fiscales y externos de estos países han mejorado en el último decenio (Selassie *et al.*, 2006), lo que ha contribuido a fortalecer el clima de inversión. Otros factores como la estabilidad política son más difíciles de cuantificar pero sin duda

han fomentado la IED.

La evolución económica en otras regiones del mundo también puede haber contribuido a fomentar la IED. La reducción del rendimiento de las inversiones en las economías avanzadas y de mercados emergentes ha propiciado una búsqueda de rendimientos más altos en otros mercados, como los de los países de bajo ingreso.

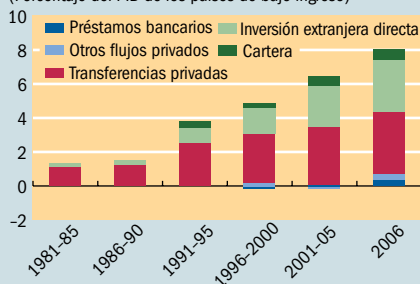
Las remesas están estrechamente vinculadas con la migración, pero las políticas también cuentan. La reducción de los costos de transacción (Suro *et*

Gráfico 3

A la cabeza

El aumento de los flujos de capital privado puede atribuirse principalmente a la inversión extranjera directa.

(Porcentaje del PIB de los países de bajo ingreso)



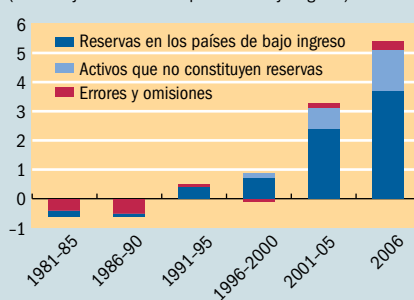
Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 4

Protegerse frente a los shocks

Los países pobres están acumulando reservas.

(Porcentaje del PIB de los países de bajo ingreso)



Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

al., 2002; Fajnzylber y López, 2007) y la eliminación de las restricciones cambiarias, las primas cambiarias en el mercado negro y la inestabilidad del entorno económico (FMI, 2005) están relacionadas con el incremento de las remesas.

Los estudios coinciden en general en que las remesas son menos volátiles que otros flujos de capital oficiales y privados (Buch y Kuckulenz, 2004) y que las remesas tienden a no seguir la evolución del ingreso del país receptor (Chami, Fullenkamp y Jahjah, 2005).

Implicaciones de política

¿Deberían las autoridades económicas preocuparse por el tamaño de estos flujos? Al evaluar las entradas de capital deberían considerarse los aspectos siguientes:

- Si estas contribuyen a financiar grandes o crecientes déficits en cuenta corriente.
- Si crean acumulaciones de deuda insostenibles.
- En qué medida los países ahorran una parte de estos flujos para acumular reservas internacionales.

Según estos criterios, los flujos de capital y otros de índole similar hacia los países de bajo ingreso parecen favorables. El déficit agregado en cuenta corriente de estos países se redujo de alrededor del 3% del PIB a mediados de los años noventa a un nivel cercano al equilibrio en 2006. Además, la acumulación de reservas avanzó gradualmente de alrededor de cero a finales de los años noventa hasta casi el 4% del PIB anual en 2006; lo que constituye en parte una garantía frente a los shocks externos o la desaceleración de los flujos. Solo una pequeña parte de las entradas han originado deuda porque comprenden principalmente IED en acciones y transferencias. No hay indicios de salidas de capital que no constituyen reservas (por ejemplo, la fuga de capitales). No obstante, las tendencias y sus implicaciones de política deberían interpretarse con cautela debido a graves fallas en las estadísticas.

La conclusión es que las tendencias de los flujos de capital y otros de índole similar hacia los países de bajo ingreso no parecen

plantear grandes riesgos, aunque presentan nuevos desafíos para las autoridades económicas.

En primer lugar, **el cambio del financiamiento oficial por el privado implica un papel menos directo de los gobiernos de los países de bajo ingreso en la determinación del uso del financiamiento externo.** La mayor estabilidad de estos flujos privados y la posibilidad de que este cambio fomente la actividad en el sector privado, poco desarrollado, de estos países parecen indicar que la tendencia es un avance positivo.

En segundo lugar, el aumento de los flujos privados implica un financiamiento más estable y diversificado para los países de bajo ingreso. No obstante, **los flujos privados podrían convertirse gradualmente en una fuente principal de vulnerabilidad** porque pueden cambiar de sentido de una forma que no esté bajo el control de las autoridades de estos países.

No obstante, es difícil para las autoridades de los países de bajo ingreso evaluar su respuesta ante un cambio de sentido de los flujos privados en la medida en que no pueden supervisarlos. La falta de solidez de los datos nacionales de balanza de pagos puede socavar la base en la que se sustenta la toma de decisiones económicas en estos países. Por lo tanto, convendría que las autoridades mejoraran estos datos y dieran prioridad a estas fuentes de flujos privados de rápido crecimiento.

Independientemente de esta incertidumbre con respecto a los datos, **las políticas del sector externo de los países de bajo ingreso deberían centrarse en la aplicación de medidas relacionadas con los nuevos flujos.** La gestión eficaz de la deuda y el fortalecimiento de las relaciones con los donantes son importantes para fomentar y administrar el financiamiento oficial. No obstante, un entorno macroeconómico estable, un clima empresarial favorable y el establecimiento de mecanismos eficientes que faciliten las transferencias internacionales de los particulares serán aún más importantes para garantizar las entradas de capital privado. ■

Thomas Dorsey es Jefe de División del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas.

Referencias:

Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet y Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment", *World Economy*, vol. 30, No. 5, págs. 764–82.

Buch, Claudia, y Anja Kuckulenz, 2004, Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, *Discussion Paper 04-31 (Mannheim: Center for European Economic Research)*.

Busse, Matthias, y José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth", *World Bank Policy Research Working Paper 3882 (Washington)*.

Chami, Ralph, Connell Fullenkamp y Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?", *IMF Staff Papers, Fondo Monetario Internacional*, vol. 52 (abril), págs. 55–81.

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), 2005, *Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment (Ginebra)*.

Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh y Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income

Countries", *IMF Working Paper 08/51 (Washington: International Monetary Fund)*.

Fajnzylber, Pablo, y J. Humberto López, compiladores, 2007, *Closer to Home (Washington: Banco Mundial)*.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2005, *Perspectivas de la economía mundial, abril (Washington)*.

Naudé, W.A., y W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data", *Applied Economics*, vol. 39, págs. 1223–33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Punto de vista: Convertir al tigre", *Finanzas & Desarrollo*, vol. 44 (marzo), págs. 20–23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn y Gabriel di Bella, 2006, *Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, IMF Occasional Paper No. 250 (Washington: Fondo Monetario Internacional)*.

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell y Dulce C. Benavides, 2002, *Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund)*.



Un médico ausculta a un niño en Ghana.

A la vista, pero aún fuera de alcance

Transcurrida la mitad del plazo, aumenta la preocupación por que muchos de los Objetivos de Desarrollo del Milenio no lleguen a alcanzarse

Zia Qureshi

EN 2000, los gobernantes mundiales prometieron elevar las condiciones de vida mediante el logro, a más tardar en 2015, de ocho Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) sobre pobreza, salud, educación, género y medio ambiente (recuadro 1). Pese a avances considerables en algunos frentes, muchos de los objetivos están aún fuera de alcance en la mayoría de las regiones y países.

Pero no todo está perdido. La mayoría de los ODM aún son alcanzables en la mayoría de los países si estos y sus socios en el desarrollo se empeñan. En el segundo semestre de 2008 se celebrarán reuniones internacionales de alto nivel para hacer un balance parcial y retomar fuerzas. Aquí se examinan las seis prioridades que deben empujar el cambio según la edición de 2008 del informe de seguimiento *Global Monitoring Report* (GMR), elaborado por el FMI y el Banco Mundial. Con el énfasis en inclusión y sostenibilidad, en el informe se propone estimular el crecimiento en los países que están a la zaga y garantizar que las ventajas del progreso económico lleguen a los pobres, y se destaca la necesidad de compaginar el desarrollo económico con la sostenibilidad ambiental.

¿Vaso medio lleno o medio vacío?

Los resultados hasta ahora son ambiguos. En las metas que están más ligadas al crecimiento económico y a la ampliación de las redes de infraestructura (ingresos de los pobres y acceso al agua potable) se ha avanzado más que en las metas de desarrollo humano (enseñanza primaria, mortalidad infantil y salud materna) o de igualdad de género (se ha progresado en igualdad en la

enseñanza primaria y secundaria, pero no tanto en la terciaria y en la autonomía de la mujer) (gráfico 1). Los avances varían mucho entre países, regiones, grupos de ingreso y categoría institucional, y los Estados frágiles y en conflicto están atrasados en todos los frentes. Al ritmo actual, probablemente se alcanzará la meta de reducción de la pobreza y poco más.

A escala regional, África subsahariana está muy atrasada en todas las categorías. Asia meridional probablemente alcanzará la meta de reducción de la pobreza, pero se queda muy corta frente a la mayoría de las metas de desarrollo humano. Otras regiones están en mejores condiciones, pero al paso actual será difícil que cualquiera de ellas alcance todos los ODM.

A escala nacional, muchos países han dado pasos importantes, pero la mayoría sufre atrasos generales en la mayoría de las metas.

Recuadro 1

Los Objetivos de Desarrollo del Milenio

1. Erradicar la pobreza extrema y el hambre
2. Lograr la enseñanza primaria universal
3. Promover la igualdad entre los géneros y la autonomía de la mujer
4. Reducir la mortalidad infantil
5. Mejorar la salud materna
6. Combatir el VIH/SIDA, el paludismo y otras enfermedades
7. Garantizar la sostenibilidad del medio ambiente
8. Fomentar una asociación mundial para el desarrollo

Pobreza y hambre. Se prevé que el mundo logrará la primera meta del ODM 1: reducir a la mitad, antes de 2015, el porcentaje de personas cuyos ingresos sean inferiores a US\$1 por día. Esto gracias a que el crecimiento ha repuntado y en los países en desarrollo ha promediado el 7% en los últimos cinco años. Las reformas internas y la coyuntura mundial más propicia —en lo que se refiere a comercio, finanzas, tecnología y migración— han acelerado el crecimiento del PIB en la mayoría de los países de ingreso bajo y mediano en los últimos 10 años, y eso ha permitido una reducción sustancial de la pobreza. Globalmente, se prevé que la proporción de la población que vive en la pobreza extrema en los países en desarrollo disminuirá del 29% en 1990 al 10% en 2015 (las cifras podrían cambiar con las nuevas estimaciones de la paridad del poder adquisitivo anunciadas en diciembre de 2007).

Entre 1990 y 2004, el número de personas en situación de pobreza extrema en el mundo en desarrollo se redujo en 278 millones. Esta apreciable reducción absoluta se logró pese a que la población de esos países aumentó en aproximadamente 1.000 millones en el mismo período. La disminución de la pobreza ha sido más general en las regiones más pujantes. Pero el progreso ha sido desigual, y los retrasos se concentran en África. La meta de reducción de la pobreza se cumplirá a escala mundial, pero África subsahariana probablemente quedará muy rezagada. Aunque el crecimiento ha repuntado en esa región en los últimos 10 años, unos 20 países no han podido escapar de la trampa del bajo crecimiento.

En África y otras regiones, la reducción de la pobreza ha sido más trabajosa en los Estados frágiles, es decir, los que están azotados por conflictos o trabados por deficiencias en la gestión de gobierno o sus capacidades (gráfico 2). En cifras agregadas, la incidencia de la pobreza extrema ha aumentado en estos países, que en su mayoría están en África subsahariana, y que representan menos de un quinto de la población de los países de bajo ingreso, pero más de un tercio de su población pobre.

El ODM 1 también comprende reducir a la mitad el hambre. La malnutrición infantil ha disminuido mucho, pero costará reducir el hambre a la mitad, sobre todo en África subsahariana y Asia meridional, donde un 35% de los menores de cinco años sufre un retraso leve o severo en el crecimiento. El problema es muy grave, ya que al reducir la malnutrición se mejora mucho la salud y la educación infantil y, a la larga, el bienestar individual y familiar. La reciente escalada de los precios de los alimentos hace más urgente la adopción de medidas más decisivas contra la malnutrición.

Desarrollo humano. Con la tendencia actual, será difícil alcanzar la mayoría de los ODM de desarrollo humano a escala mundial. Ciertas regiones alcanzarán algunas metas, pero es probable que África subsahariana y Asia meridional queden muy atrás. El panorama más sombrío concierne a la salud, con grandes brechas previstas a nivel mundial y de varias regiones en lo que respecta a la disminución de la mortalidad maternoinfantil y el mayor acceso al saneamiento. La prevalencia del VIH ha disminuido en África, pero ha aumentado en otras regiones. Las perspectivas de educación en general son mejores, pero es probable que no se alcance la meta de enseñanza primaria universal, aunque por poco.

Retomar la senda

La campaña para alcanzar los ODM se concentrará cada vez más en los países de bajo ingreso, y sobre todo en los Estados frágiles.

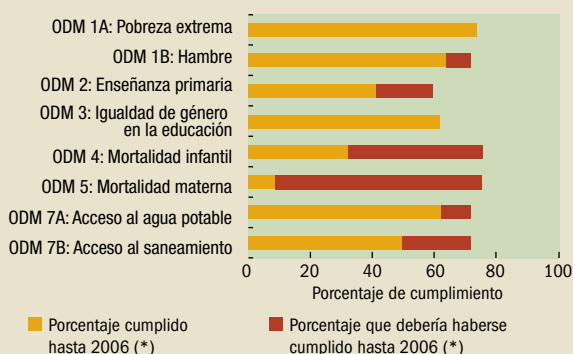
A muchos países de ingreso mediano, en particular los que tienen grandes núcleos de pobreza, también les resultará difícil alcanzar algunas de las metas. En el informe GMR se proponen seis frentes de ataque.

Sostener y ampliar el ímpetu del crecimiento. La estrategia para lograr los ODM ha de girar en torno a un crecimiento vigoroso e incluyente, con un esfuerzo mancomunado para incentivar a los países rezagados. Para hacer mella en la pobreza, los países pobres necesitan un crecimiento anual del PIB del 7% o superior. Si bien el crecimiento ha mejorado en África, apenas dos tercios

Gráfico 1

Una de cal y otra de arena

A escala global, los avances y las perspectivas de los ODM varían mucho.

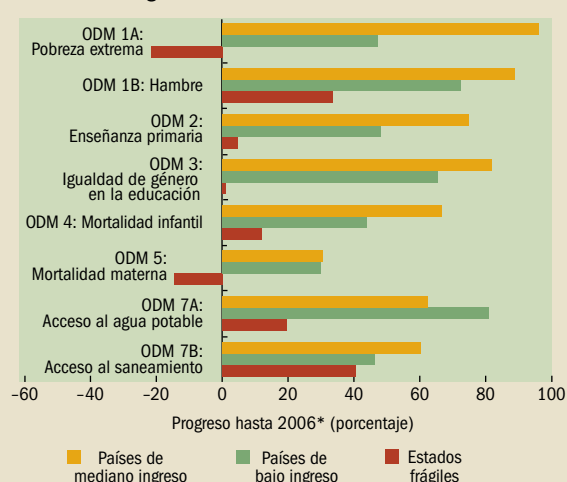


Fuente: Cálculos del personal técnico basados en *World Development Indicators*.
 Notas: ODM 1A: Índice de recuento de la pobreza (basado en la paridad del poder adquisitivo con precios en dólares constantes de 1993: US\$1,08 por día); ODM 1B: Niños menores de cinco años con peso inferior al normal (parámetros de crecimiento infantil de Estados Unidos); ODM 2: Porcentaje de conclusión del ciclo de educación primaria; ODM 3: Igualdad entre los géneros en educación primaria y secundaria; ODM 4: Tasa de mortalidad de los niños menores de cinco años; ODM 5: Tasa de mortalidad materna (estimaciones de modelos); ODM 7A: Acceso a mejores fuentes de agua potable; ODM 7B: Acceso a mejores instalaciones de saneamiento básico.
 (*) 0 año más reciente del que se disponen datos.

Gráfico 2

Avances y retrasos

Los Estados frágiles avanzan más lentamente hacia los ODM.



Fuente: Cálculos del personal técnico basados en *World Development Indicators*.
 Nota: Los indicadores se definen en el gráfico 1.

de su población vive en países que han alcanzado un crecimiento de ese orden en el último decenio. Las prioridades concretas de crecimiento varían según el país, pero abarcan tres ámbitos básicos: políticas macroeconómicas sólidas; un clima propicio para la inversión privada, con acceso a infraestructura clave, y buena gestión de gobierno (y, en los Estados frágiles, mayor seguridad). En muchos países de bajo ingreso, el dinamismo del sector agrícola es crucial para lograr un crecimiento fuerte e incluyente, y para ayudar a frenar las presiones alcistas sobre los alimentos. La agitación del mercado financiero y la consiguiente desaceleración en las economías avanzadas implica riesgos para el crecimiento de los países en desarrollo, riesgos que deben vigilarse y abordarse con medidas adecuadas.

Mayor desarrollo humano. Además de comprometer más recursos, hay que reforzar la gestión de gobierno, la rendición de cuentas y la gestión del gasto para mejorar los servicios de educación y salud y garantizar que lleguen a las poblaciones pobres y desatendidas. Es necesario combatir con más ahínco la malnutrición, sobre todo la infantil, para apuntalar los cimientos del desarrollo humano. Las políticas deben tener en cuenta la estrecha interrelación entre la salud, la educación, la nutrición y factores como el agua potable y la sanidad, la contaminación y el

Recuadro 2

Espacio para el medio ambiente

Aparte de ser esencial para seguir logrando las metas de crecimiento económico y reducción de la pobreza, la sostenibilidad ambiental ayuda a alcanzar las metas relacionadas con la salud, la nutrición y la educación. En los países pobres, el crecimiento y desarrollo económicos pueden contribuir a la sostenibilidad ambiental porque mejoran el acceso a fuentes modernas de energía (un tercio de la población del mundo en desarrollo no tiene acceso a la electricidad) y a tecnologías más limpias y eficientes, y porque reducen actividades dañinas, como la tala de árboles.

Gestión de los recursos naturales: En la mayoría de los países en desarrollo, los recursos naturales representan en promedio hasta más del 40% de su patrimonio nacional, frente a tan solo el 5% en los países de ingreso alto. La deforestación se concentra en América Latina y África subsahariana, donde anualmente desaparece una superficie de bosque del tamaño de Panamá o Sierra Leona. La escasez de agua potable pronto podría tornarse crítica en muchos países de Oriente Medio. El grado de contaminación atmosférica urbana en los países de bajo ingreso es, en promedio, casi el triple que en los de alto ingreso. La sostenibilidad del crecimiento a largo plazo dependerá de la buena gestión del subsuelo, la tierra, el agua y la calidad del aire.

Impacto del cambio climático: Como los países pobres dependen más de los recursos naturales y no están desarrollados, son más vulnerables y menos adaptables al cambio climático. En los años noventa, las catástrofes naturales afectaron anualmente a 200 millones de personas, pero solo a 1 millón en los países desarrollados. Se estima que para 2080 la producción agrícola de los países en desarrollo de África subsahariana, Asia meridional y partes de América Latina podría reducirse hasta un 60% por el calentamiento mundial.

cambio climático. Por ejemplo, los problemas de salud causados por riesgos ambientales pueden costarle a un país entre un 1,5% y un 4,0% de su PIB anual.

Integrar el desarrollo y la sostenibilidad ambiental. Es menester integrar la sostenibilidad ambiental en los proyectos básicos de desarrollo y aprovechar al máximo las sinergias (recuadro 2). Los países cada vez planifican más su desarrollo considerando factores como el acceso a la energía y su uso eficiente, el control de la contaminación, el agua potable y el saneamiento, la gestión de los recursos forestales y de la tierra, y la preservación del medio acuático y de la biodiversidad. El calentamiento mundial también exige que se tenga más en cuenta la prevención del cambio climático. Los países en desarrollo necesitan financiamiento y transferencia de tecnología para facilitar su transición a un modelo de crecimiento más limpio y menos dependiente del carbono.

Incrementar el volumen y la eficacia de la ayuda. Podrían surgir graves déficits de ayuda si continúa la tónica actual de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD). La ayuda se ha estancado, y de hecho está disminuyendo, justo cuando algunos países son capaces de absorber más recursos gracias a las reformas económicas. En los principales países industriales, la reducción de la ayuda del 8,4% en términos reales en 2007 se sumó a una reducción del 5% en 2006. Hay que invertir la tendencia. Los esquemas de ayuda están adaptándose a nuevas fuentes y modalidades, como la presencia de China e India como nuevos donantes, los fondos verticales y la mayor preponderancia de los donantes privados. Esto promete más recursos e innovación, pero también puede complicar la eficacia y la coherencia de la ayuda.

Aprovechar el comercio para incentivar un crecimiento vigoroso, incluyente y sostenible. Las negociaciones comerciales de Doha tienen que arrojar resultados positivos en 2008, y la actual carestía de los alimentos brinda una oportunidad para desbloquear la liberalización del comercio agrícola. Con más ayuda para el comercio, los países pobres pueden reforzar la infraestructura y los servicios conexos y aprovechar oportunidades de comercio. La política comercial debe facilitar la transferencia de tecnologías más favorables para el medio ambiente.

Utilizar el apoyo de las instituciones financieras internacionales para fomentar un desarrollo incluyente y sostenible. Estas instituciones cumplen una función crucial, y la creciente complejidad de la arquitectura internacional de financiamiento y desarrollo significa que sus tareas de coordinación y gestión cobrarán aún más importancia, aun si decae su función de financiamiento directo.

Un año crucial

Hay que acelerar y ampliar el progreso hacia los ODM para evitar retrasos graves. Estamos a mitad de camino, y el interés internacional que esto concita debe aprovecharse para que 2008 sea el año del impulso necesario para llegar a la meta. En las importantes reuniones internacionales programadas para este año se deben acordar las prioridades y los parámetros con los que se medirán los avances. ■

Zia Qureshi es Asesor Principal de la Oficina del Primer Vicepresidente de Economía del Desarrollo y Economista Jefe del Banco Mundial.

La opción más sencilla



Richard M. Bird y Pierre-Pascal Gendron

The VAT in Developing and Transitional Countries

Cambridge University Press, Cambridge, Reino Unido y Nueva York, 2007, 278 págs., US\$70 (tela).

En este libro Bird y Gendron presentan un resumen ameno, completo y detallado de las principales cuestiones relacionadas con la adopción y la aplicación del impuesto sobre el valor agregado (IVA) en las economías en desarrollo y en transición.

Los autores se encuentran en una situación particularmente propicia para analizar este tema. Bird, uno de los economistas canadienses más conocidos en el ámbito de las finanzas públicas y un reconocido experto en el IVA, ha trabajado en el FMI y el Banco Mundial, y como asesor independiente en más de 50 países. Gendron, también economista de finanzas públicas, ha ocupado diversos cargos en el gobierno de Canadá y tiene una extensa experiencia en consultoría sobre cuestiones fiscales y tributarias.

Este libro refleja la variedad y complejidad de los IVA existentes y los múltiples problemas que plantean. No obstante, los autores consideran que el IVA es un instrumento fiscal adecuado para los países en desarrollo. Se preguntan si estos países y los países en transición deben aplicar el IVA; la respuesta es un “sí” rotundo.

Aunque en el resto del libro no hay muchas ideas innovadoras, sí hay

argumentos que respaldan esta tesis y una opinión matizada sobre la mejor forma de aplicar el IVA en los países en desarrollo. Los autores hacen referencia a la escasez general de análisis empíricos sobre la relación entre las diversas características de diseño del IVA y los resultados específicos en la práctica, y plantean varias cuestiones esenciales que deberían analizarse con más detalle.

Los autores muestran una visión práctica de lo posible frente a lo ideal en el ámbito de la política y la administración tributarias, lo que indudablemente refleja su experiencia durante muchos años en por lo menos una cuarta parte de los países del mundo.

Una opción mejor

Los autores, que en general celebran la importancia mundial del IVA, plantean una cuestión central y a veces ignorada: el ingreso público debe recaudarse de alguna forma y, en un mundo imperfecto, el IVA es tal vez la solución menos imperfecta. Señalan que, dada la creciente movilidad del capital, las posibilidades de ingreso que presentan el impuesto sobre la renta de las sociedades y de las personas físicas en las economías en desarrollo y en transición son muy limitadas. Por lo tanto, la decisión principal al diseñar un impuesto es si se debe establecer un impuesto sobre la nómina o el IVA. Según los autores, el IVA es un instrumento más adecuado que el impuesto sobre la nómina para recaudar ingresos de la economía informal.

Tras este voto de confianza al IVA, los autores analizan dos temas principales en relación con el diseño de este impuesto en los países en desarrollo y en transición. En primer lugar, en el diseño de impuestos, como en la vida, lo mejor es enemigo de lo bueno: resolver todos los problemas relacionados con el IVA a través de sistemas jurídicos, administrativos y de política cada vez más complejos acaba siendo un fracaso. En segundo lugar, los autores instan a los países

en desarrollo a desistir del empeño de llegar hasta donde ningún otro país ha llegado jamás.

Según los autores, es mucho mejor, para los países con escasa capacidad administrativa, centrarse en sentar una base sólida y dejar la implementación de sistemas vanguardistas —orientados a combatir el fraude en carrusel en la UE y gravar las ventas digitales y los servicios financieros— a los países que pueden permitirse el lujo de experimentar. Como señalan acertadamente, en los países en desarrollo, “la realidad fiscal está . . . dominada por la capacidad administrativa y la necesidad política”.

Con respecto a las características específicas del diseño del IVA en los países en desarrollo, los autores coinciden con la opinión generalmente aceptada (que en algunos casos difiere de las opiniones generalmente aceptadas hace 20 años, dicen). Por ejemplo, la adopción de un umbral alto de inscripción en el IVA, lo que limita el número de contribuyentes; la reducción de las exenciones, y la necesidad de evitar tasas múltiples y amnistías fiscales.

En el capítulo 8 —uno de los más interesantes—, se examina el creciente interés por los IVA subnacionales y su uso. Los autores resumen y analizan brevemente la situación actual en la teoría y en la práctica, y concluyen con una observación debidamente realista y cautelosa: “Está por ver si [los IVA subnacionales] pueden aplicarse satisfactoriamente en países como India, donde los estados tienen autonomía fiscal pero el gobierno central y los gobiernos estatales afrontan graves limitaciones administrativas”.

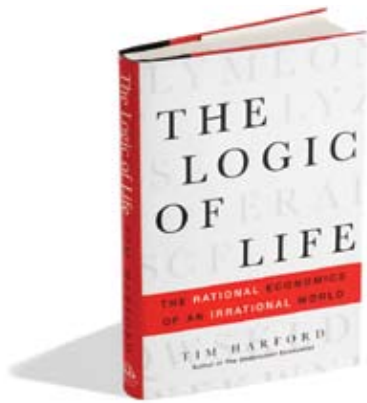
Este libro merece estar en la biblioteca de cualquier persona interesada en el diseño tributario, la administración pública o el desarrollo en general.

Victoria Perry

*Jefa de División
FMI, Departamento
de Finanzas Públicas*

Archana Kumar es redactora de “Críticas de libros”.

Lo racional explica lo “natural”



Tim Harford

The Logic of Life

The Rational Economics of an Irrational World

Random House, Nueva York, 2008, 272 págs., US\$25 (tela).

Estimado economista: Me siento abrumado por la gran cantidad de libros sobre la “nueva economía de cualquier cosa”. Como ya he leído el libro anterior de Tim Harford, *El economista camuflado*, así como *El punto clave*, *Blink*, *Cien mejor que uno*, y, por supuesto, *Freakonomics*, me pregunto si me recomienda leer *La lógica oculta de la vida: Cómo la economía explica todas nuestras decisiones o quedarme con mis libros de texto de economía*. Y, ya puestos, ¿cómo explica que se escriban tantos libros de este tipo?

Firmado: *Perdido en la economía pop*

Estimado Perdido en la economía pop:

Sí, merece la pena leer *La lógica oculta de la vida*.

Primero, ¿en qué otro libro podría lanzarse a la teoría de la elección racional por un loco recorrido a través de cuestiones tales como el matrimonio y el divorcio, la obesidad, el juego, la adicción y su jefe: todo lo que realmente cuenta en la vida?

Segundo, ¿dónde encontraría usted una explicación racional a los sueldos excesivos de los directores generales de las empresas (pista: no es porque “ellos lo valen”), o a que, en *Sexo en Nueva York*, Carrie Bradshaw se lamenta de la escasez de hombres en Manhattan y, sin embargo, no se muda, por ejemplo,

a Anchorage, Alaska? Si la explicación de Harford de que muchas mujeres prefieren competir por pocos hombres ricos a mudarse a otro lugar donde los hombres son más numerosos pero más pobres le parece políticamente incorrecta, acuérdesese de la biología de la evolución, según la cual los hombres poderosos pueden proteger mejor a sus familias y las mujeres jóvenes pueden tener más hijos.

Y, tercero, nadie podría presentarle una galería de personajes tan extraordinarios que confirmen que la realidad puede ser más extraña que la ficción: desde “Jesucristo” Ferguson, un genio chiflado de la informática convertido en un campeón de póquer que ganó más torneos World Series entre 2000 y 2004 que cualquiera de sus rivales en 10 años aplicando el modelo de póquer inventado por John Von Neumann (atención: no lo pruebe en Las Vegas), hasta el premio Nobel Thomas Schelling, que utilizó la teoría de los juegos para salvar al mundo de una guerra nuclear y para dejar de fumar (lo cual es mucho más difícil que salvar al mundo, como le diría cualquier fumador).

Después de *El economista camuflado*, Tim Harford vuelve a la carga, y nos acompaña en una gira vanguardista a través de los estudios de una “nueva clase de economistas” para confirmar una premisa simple: reaccionamos a los incentivos. Las influencias de Harford son sin duda Gary Becker y Schelling, quienes aplican la teoría de la elección racional a los ámbitos más impensables de la vida. Añada a este grupo una pandilla de nuevos pensadores apasionantes (Daron Acemoglu, Ed Glaeser, Lena Edlund, Michael Kremer, Mark Granovetter, Justin Wolfers . . .) y obtendrá una recopilación trepidante de anécdotas engarzadas en un supuesto central: una gran parte de la vida, del amor, la adicción, la urbanización e incluso la segregación racial puede explicarse mediante la teoría de que la gente es racional.

No obstante, usted se preguntará: ¿los incentivos racionales lo determinan todo? ¿No es el comportamiento irracional un elemento fundamental

de la naturaleza humana? Como señala Dan Ariely en *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions*, su libro sobre la economía del comportamiento, es posible que no siempre calculemos racionalmente el valor de las diferentes opciones que afrontamos. Pensemos, por ejemplo, en la gente honrada que roba los dulces comunitarios y material de la oficina aunque no dinero. En otras palabras, ¿podríamos contraponer el modelo de “los mercados saben más” de Harford, denominado “Incentivomics”, al de “Emotionomics”, según el cual el comportamiento económico puede estar influenciado por fuerzas que no se entienden claramente, como las emociones, los impulsos y las normas sociales?

Sobre este punto *La lógica oculta de la vida* acierta: a veces nos apartamos de la elección racional, pero la teoría estándar sobre la racionalidad humana tiene una capacidad de explicación increíble. Lo que parece inexplicable a primera vista tiene sentido cuando se analizan los incentivos en cuestión y la forma en que reaccionamos ante ellos. Así es en el caso de los neoyorquinos o los londinenses que pagan más por vivir en ciudades que sobrepasan sus niveles salariales, e incluso en el de los accionistas de Disney, que habrían considerado racional pagar a Michael Eisner un salario de US\$800 millones durante los 13 años que ocupó su puesto, aunque solo se dedicara a ver “Tom y Jerry”.

Con respecto a su última pregunta, coincido con usted en que existe un gran número de éxitos de ventas en los que se explica todo a través de la óptica económica, lo que confirma, si fuera necesario, que el éxito genera imitadores y que los economistas son los primeros en reaccionar racionalmente a los incentivos. Afortunadamente, la decisión de leer *La lógica oculta de la vida* debería ser pan comido: si le interesa averiguar cómo encajan la naturaleza humana y la “ciencia sin esperanza”, leer este libro es la forma racional de actuar.

Gilles Bauche
Asesor

FMI, Departamento de
Relaciones Externas

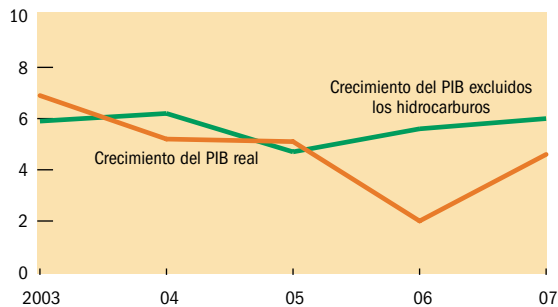
Argelia



Gracias a una prudente política de hidrocarburos, Argelia ha logrado un crecimiento vigoroso y estabilidad macroeconómica. Ahora toca profundizar las reformas, sobre todo en el sector financiero, para diversificar la economía y reducir aún más el desempleo.

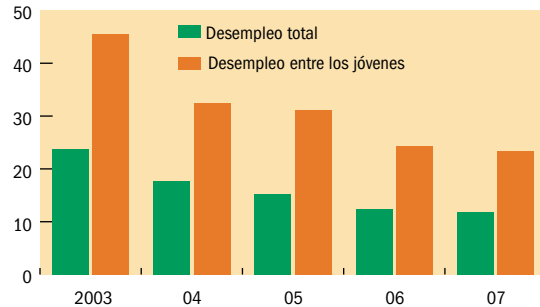
La mayor producción de hidrocarburos y el dinamismo de los servicios, la construcción y las obras públicas han impulsado el reciente período de crecimiento.

(Porcentaje)



Con el auge del empleo en los sectores ajenos a los hidrocarburos, el desempleo se ha reducido a la mitad, pero sigue siendo alto entre los jóvenes.

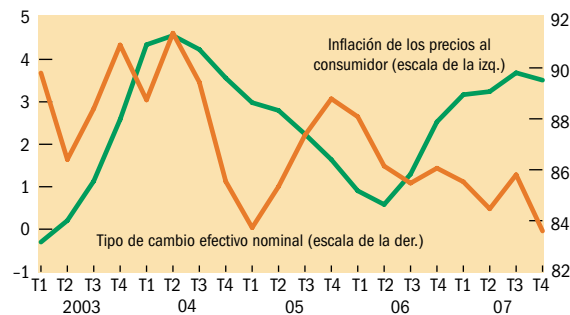
(Tasa de desempleo, porcentaje)



El tipo de cambio es flexible y, pese al encarecimiento de los alimentos, la inflación global está bajo control.

(Porcentaje)

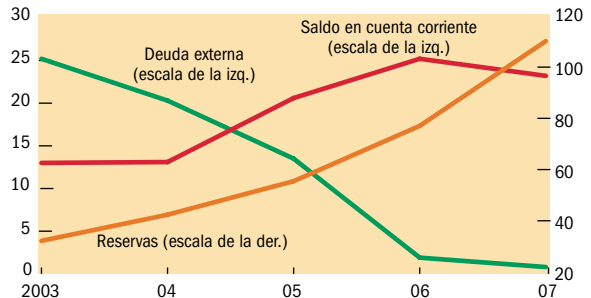
(Índice 2000 = 100)



Los precios récord del petróleo han supuesto ingentes superávits en cuenta corriente, abundantes reservas internacionales, una marcada reducción de la deuda externa . . .

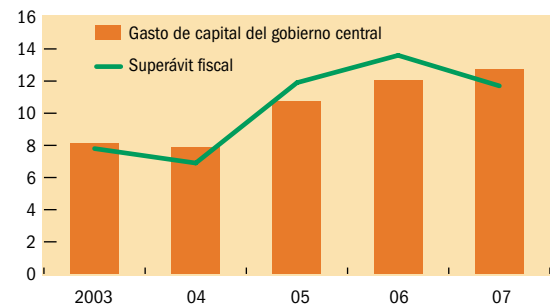
(Porcentaje del PIB)

(Miles de millones de dólares)



. . . y sólidos superávits presupuestarios, pese a una fuerte inversión pública para atender las acuciantes necesidades sociales y de infraestructura.

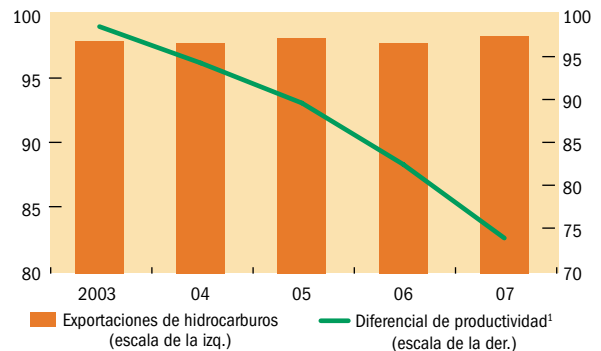
(Porcentaje del PIB)



Las prioridades de Argelia consisten en elevar la productividad y lograr que la economía dependa menos de los hidrocarburos.

(Porcentaje del total de exportaciones)

(2000 = 100)



¹Diferencia de productividad entre Argelia y sus socios comerciales.

Fuentes: Autoridades de Argelia y estimaciones del personal técnico del FMI.

“Desestabilizadores” automáticos

Por qué los elevados precios de los alimentos y los combustibles están desestabilizando una economía mundial más lenta

A LOS economistas les encanta el término “estabilizadores automáticos”. En general, el término hace referencia a ajustes que se producen de forma natural para compensar otros cambios y que aumentan la estabilidad de un sistema. Un ejemplo obvio son las prestaciones por desempleo. Cuando una economía se desacelera y la gente pierde su trabajo, los seguros de desempleo les proporcionan una renta de sustitución, que ayuda a mantener un consumo superior al que se registraría sin esa renta. La reducción de los ingresos fiscales desempeña un papel similar cuando la economía se contrae, lo que tiene como consecuencia un aumento del déficit fiscal.

Estos procesos ocurren sin necesidad de modificar la legislación: están integrados en el sistema y se activan automáticamente. Y son tranquilizadores. En cierta medida, todo movimiento hacia la recesión se compensa automáticamente de una manera que conduce de forma natural a la recuperación.

La versión a escala mundial

El sistema económico mundial incorpora varios estabilizadores automáticos importantes. Los más significativos son los relativos a la manera de reaccionar del sistema cuando el crecimiento se desacelera en una de las principales economías, como la de Estados Unidos. Uno de los efectos debería ser una bajada de las tasas de interés a largo plazo. Y estas tasas se han reducido, en cierta medida, desde el verano de 2007. Cabe esperar que esta disminución de las tasas de interés sostenga la inversión y contribuya a la recuperación del mercado inmobiliario.

Otro de los principales estabilizadores automáticos tradicionales es el precio de las materias primas. Normalmente, cuando las economías de Estados Unidos y de otros países se desaceleran, se reduce la demanda y bajan los precios de estos productos, como el petróleo. Es un hecho comprobado. Una caída del precio de las materias primas contribuye a mantener el poder adquisitivo y, por tanto, una demanda superior a la que, de no ser así, existiría en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. Una menor inflación se traduce también en un mayor margen para que

la Reserva Federal estadounidense y otros bancos centrales bajen las tasas de interés y, si resulta necesario, los gobiernos aumenten el gasto fiscal. La caída de estos precios no es una buena noticia para los exportadores de estos productos, pero tiene un efecto estabilizador para el crecimiento económico mundial.

Los alimentos y el petróleo

Pero, en la actualidad, los precios de las materias primas están subiendo en lugar de bajar. Este aumento está creando presiones inflacionarias en muchos países, en un momento en el que deberían plantearse medidas anticíclicas. Y también afectan directamente a los pobres.

Los precios del petróleo, los metales y los alimentos han estado aumentando durante varios años (véase “Hablando claro” en la edición de diciembre de 2007 de *F&D*). En parte, esta tendencia refleja la fuerte demanda de los mercados emergentes, especialmente los logros y los gustos cambiantes de la nueva clase media de los países que antes tenía niveles de renta bajos. Es posible que este aumento de la demanda sea permanente y que resulte necesario aumentar proporcionalmente la inversión en la producción de materias primas.

El aumento de los precios de la energía y los alimentos en los últimos años también es un reflejo de las políticas de las economías avanzadas, como las de Estados Unidos y la UE, que intentaron promover los biocombustibles mediante subsidios y un proteccionismo desafortunado. El vínculo con los precios del petróleo surge porque los productores y las refinerías creen que los biocombustibles aumentan la incertidumbre sobre su futuro y desincentivan la inversión. El vínculo con los alimentos es el aumento de los cultivos para combustible (sustitutos de la gasolina y el gasóleo) en lugar del aumento de los cultivos para consumo humano (calorías para el consumo humano o comida para animales).

En algunos casos, las condiciones meteorológicas adversas también han desempeñado su papel; estas condiciones pueden ser temporales o formar parte de cambios más amplios en los modelos climáticos. En Australia, por ejemplo, se está debatiendo mucho sobre esta cuestión.



Simon Johnson es Asesor Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

Y el mercado del petróleo sigue siendo muy reducido y propenso a aumentos de precio por rumores sobre interrupciones del suministro debidas a diversos factores, desde condiciones meteorológicas adversas a riesgos políticos en todo el mundo.

Pero también ocurre que, en los últimos seis meses, con la desaceleración de la economía mundial, los precios de la mayoría de las materias primas han subido en lugar de bajar, es decir, lo contrario de lo esperable. ¿Cuál es la razón?

La agitación financiera actual aumenta el atractivo de las materias primas como clase de activos. Con la bajada del dólar y la reducción de las tasas de interés, los actores financieros esperan que los precios de las materias primas (incluido el petróleo) aumenten, al menos en dólares. Existe el peligro de que, durante cierto tiempo, estas expectativas se cumplan y ocasionen una subida de los precios que sobrepase los niveles acordes con los principios económicos.

Por lo tanto, aunque el reciente aumento de los precios de la energía y los alimentos sea temporal, también es un golpe real y con efectos muy negativos para los más pobres del mundo, que dedican más del 50% de sus ingresos a adquirir alimentos y combustible.

La reacción natural de los gobiernos en los mercados emergentes y los países en desarrollo es “amortiguar” la subida de los precios de la energía y los alimentos, es decir, no traspasarla a los consumidores en su totalidad o inmediatamente, principalmente para evitar un efecto perjudicial que pudiera deteriorar masivamente el nivel de vida de los pobres y provocar graves disturbios o reacciones aun peores. Los gobiernos aplican diversas medidas para amortiguar el alza de precios, como el control de los precios y las restricciones a las exportaciones de alimentos. Uno de los corolarios del éxito de la política macroeconómica en los últimos años es que el número de países con capacidad para amortiguar la subida de los precios es mucho mayor que antes.

La situación puede parecer bastante benévola; pero, en conjunto, las fuerzas que observamos han provocado una subida de los precios del arroz cercana al 50% en lo que va del año. El impacto mundial es enorme, y afecta sobre todo a los más pobres.

Todo está relacionado

Además, las fluctuaciones bruscas de las principales monedas contribuyen al aumento de los precios de las materias primas. Últimamente, al depreciarse el dólar sube el petróleo. En este contexto, debería servir de ayuda el reciente llamamiento del G-7 a los mercados de divisas para que eviten subidas excesivas perturbadoras. Pero la inflación en Estados Unidos está cayendo al desacelerarse la economía, y el Banco Central Europeo sigue preocupado por la inflación al aumentar los precios de las materias primas. Por tanto, es improbable que una intervención coordinada, con el telón de fondo de políticas monetarias divergentes, pueda resolver algo, o incluso que se produzca dicha intervención.

Si se aplica una lógica similar, ¿tendría sentido una intervención unificada en los mercados de materias primas? El sector público tiene el derecho y la responsabilidad de informar con transparencia y advertir al sector privado cuando considere que los mercados han llegado demasiado lejos o demasiado rápido. Pero ¿podría el sector público respaldar dicha advertencia con medidas políticas creíbles?

Es difícil. En los mercados de materias primas no existe ningún equivalente a la capacidad de intervención que hay en los mercados de divisas de los bancos centrales. El sector público tiene en algunos países reservas estratégicas de algunas materias primas, pero las existencias no son suficientes como para afectar a los flujos de comercio mundial.

Las medidas adoptadas recientemente por gobiernos de todo el mundo, de tener algún efecto, serán aún más desestabilizadoras, especialmente las restricciones a la exportación de alimentos básicos. Dichas restricciones tienden a perturbar el comercio mundial, hacer subir los precios y, quizá, desencadenar compras por pánico y para acaparar.

El único mercado de materias primas que permite la intervención pública es el del petróleo, que cuenta con grandes productores con capacidad para intervenir de manera eficaz en un momento dado. Después de todo, los altos precios del petróleo suelen ocasionar grandes problemas económicos (inflación, recesión o la gran pesadilla: estanflación), y estos problemas provocan desaceleraciones mundiales y bajadas agudas de los precios del petróleo. Esta situación extrema no interesaría en ningún caso a los productores de petróleo.

Tres canales

En términos más generales, podemos abordar la cuestión del precio de las materias primas mediante al menos tres canales, o bien desde la perspectiva de las políticas que se podrían cambiar en al menos tres tipos de países. Los **países ricos** podrían mejorar (o reducir) sus políticas sobre biocombustibles, recortando las subvenciones o la protección; los **productores de petróleo** podrían comprometerse a añadir capacidad de reserva, y los **países de ingreso mediano** podrían ajustar sus mecanismos de precios internos y aplicar subsidios focalizados.

No podemos mantener una situación en la que el desarrollo de biocombustibles aumente la incertidumbre sobre el precio futuro de los combustibles fósiles, ya que así se desincentiva la inversión de los productores y las refinerías y aumentan los precios máximos que los países desarrollados evitan traspasar a sus consumidores. Tenemos un sistema de energía mundial con **desestabilizadores** automáticos, lo que no es una buena idea.

Negocios arriesgados

También debemos cambiar nuestra postura respecto a la atenuación del riesgo y los seguros, tanto para los agricultores como para los países. En todo el mundo se están dando pasos importantes para promover los seguros de catástrofes y desarrollar mercados de futuros sólidos. Estos pasos pueden contribuir en gran medida a asegurar a los agricultores que, si invierten (a precios actuales), podrán asegurarse los precios de las materias primas y recoger sus frutos.

Deberíamos pensar en adoptar una filosofía similar para afrontar las turbulencias a nivel macroeconómico, incluidos los cambios en los precios del petróleo y de los alimentos, que afectan tanto a las importaciones como a las exportaciones. Los países podrían confiar más en la disponibilidad de financiación en tiempos de necesidad, basándose únicamente en fundamentos sólidos a medio plazo y en la presencia de turbulencias negativas cuantificables. Si tiene sentido asegurar un auto y una casa, ¿por qué no asegurar un país? ■



Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions

Rolando Ossowski, Mauricio Villafuerte, Paulo A. Medas y Theo Thomas

Los países productores de petróleo se han beneficiado del aumento de los precios del petróleo en los últimos años. El aumento de las exportaciones de petróleo y los ingresos petroleros ha tenido implicaciones considerables para estos países. Estos aspectos han puesto de relieve la importancia de la gestión de la política fiscal ante la evolución de las condiciones del mercado petrolero y el papel de las instituciones fiscales especiales (IFE). En este documento, los expertos del FMI examinan las medidas fiscales adoptadas por los países productores de petróleo para afrontar el auge reciente del petróleo y la función de las IFE en la gestión fiscal, pasan revista a las experiencias de varios países y extraen enseñanzas generales.

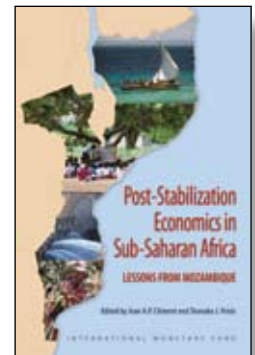
US\$30. Inglés. © 2008. x + 36 págs. Rústica. ISBN 978-1-58906-718-9. **Stock# S260EA**

Post-Stabilization Economics in Sub-Saharan Africa: Lessons from Mozambique

Compilado por Jean A.P. Clément y Sbanaka J. Peiris

El caso del avance económico de Mozambique es uno de los más exitosos de África subsahariana. De los logros alcanzados por este país pueden extraerse enseñanzas para otros países de bajo ingreso que se encuentran en una etapa económica posterior a la estabilización, entre otras, la gestión eficiente de los aumentos de la ayuda externa orientada a reducir la pobreza. El libro abarca algunos temas de interés especial para otros países de África subsahariana como los avances de Mozambique hacia la consolidación macroeconómica y la estabilidad financiera, y los desafíos que afronta para garantizar la sostenibilidad a largo plazo, crear un ciclo virtuoso de uso de los recursos naturales e implementar reformas estructurales de segunda generación para apuntalar el crecimiento.

US\$28. Inglés. © 2008. viii + 397 págs. Rústica. ISBN 978-1-58906-677-9. **Stock# PSESEA**



Macroeconomic Consequences of Remittances

Compilado por Ralph Chami, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapen y Peter Montiel

En el primer estudio mundial sobre los amplios efectos de las remesas en las economías receptoras se examinan dos cuestiones principales que afrontan las autoridades económicas: la gestión de los efectos macroeconómicos de las remesas y el uso de estas remesas para potenciar el desarrollo del país. En el estudio se confirma que las remesas mejoran el bienestar de los hogares, ya que ayudan a las familias a salir de la pobreza y las protegen ante los shocks de ingresos. Asimismo, se identifican los desafíos —que suelen pasarse por alto— que plantean las remesas a las autoridades económicas que deben formular políticas orientadas a fomentarlas y aumentar sus beneficios y al mismo tiempo reducir sus efectos secundarios negativos.

US\$30. Inglés. © 2008. viii + 84 págs. Rústica. ISBN 978-1-58906-701-1. **Stock# S259EA**

The CFA Franc Zone: Common Currency, Uncommon Challenges

Compilado por Anne-Marie Gulde y Charalambos Tsangarides

Casi un tercio de los países correspondientes al Departamento de África del FMI son miembros de la zona del franco CFA. Mientras que la mayoría de los demás países están abandonando las paridades fijas, el tema de un marco de política que garantice la sostenibilidad de la zona del franco CFA despierta mucho interés entre las autoridades y los estudiosos. No obstante, en el ámbito público existen pocos estudios académicos sobre el tema. Este libro intenta llenar este vacío reuniendo trabajos efectuados en el marco de una supervisión regional intensificada y destacando los desafíos actuales y las principales necesidades de política para la continuidad de los regímenes. El libro se basa en estudios empíricos de un amplio grupo de economistas del FMI, con aportes de varios expertos externos.

US\$37,50. Inglés. © 2008. xii + 398 págs. Rústica. ISBN 978-1-58906-675-5. **Stock# CFZCEA**

