

# FD &

**FINANZAS y DESARROLLO**

[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

Junio de 2009

**Cambio  
de suerte  
en Rusia**

# La crisis sacude a Europa

## Decisiones difíciles

**Collier: El club de la miseria**  
**El mundo después de la crisis**  
**Derivados exóticos**

Finanzas & Desarrollo, junio de 2009 US\$8.00



MFISA2009002

**Finanzas & Desarrollo** es una publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional. La revista se publica en árabe, chino, español, francés, inglés y ruso. Edición en español: ISSN 0250-7447

**DIRECTOR**

Jeremy Clift

**REDACTORES PRINCIPALES**

Camilla Andersen

James Rowe

Simon Willson

**ASISTENTES EDITORIALES**

Maureen Burke

Glenn Gottselig

Natalie Ramírez-Djumena

**DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS**

Luisa Menjivar

**DISEÑADORA GRÁFICA**

Lai Oy Louie

**AYUDANTES DE REDACCIÓN**

Lijun Li

Kelley McCollum

Niccole Braynen-Kimani

**ASESORES DE LA REDACCIÓN**

Bas Bakker

Tim Callen

Adrienne Cheasty

Ana Corbacho

Alfredo Cuevas

Marcello Estevão

Domenico Fanizza

James Gordon

Thomas Helbling

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Mills

Uma Ramakrishnan

**EDICIÓN EN ESPAÑOL**

Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

**COORDINADA POR:**

Lourdes Reviriego

Virginia Masoller

**COMPOSICIÓN GRÁFICA**

Fast Lines, Inc.

**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](mailto: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.

© 2009 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](http://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](http://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.



**FINANZAS & DESARROLLO** PUBLICACIÓN TRIMESTRAL  
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL  
Junio de 2009 • Volumen 46 • Número 2

## ARTÍCULOS DE FONDO

### LA CRISIS SACUDE A EUROPA

#### 8 Europa bajo presión

La crisis económica mundial pone a prueba la cohesión de la Unión Europea

*Marek Belka*

#### 12 Adiós a la aureola

Para muchos países de Europa central y oriental es difícil adaptarse a la nueva realidad económica

*Martin Čihák y Srobona Mitra*

#### 15 Historia de dos crisis

Rusia sigue siendo una economía que depende de los recursos naturales y que debe diversificarse siguiendo criterios de mercado

*Erik Berglöf, Alexander Plekhanov y Alan Rousso*

#### 19 Punto de vista: Prueba de tensión para el euro

Los países que se sientan tentados de abandonar la moneda europea deberán hacer frente a enormes obstáculos

*Barry Eichengreen*

#### 22 Punto de vista: ¿Está el euro en su mejor momento?

El euro ha demostrado ser un refugio seguro para los países que tuvieron la suerte de entrar a tiempo en este exclusivo club

*Charles Wyplosz*



12



29

### TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

#### 25 Sin comparación

Según todos los indicadores, la actual recesión mundial es la más profunda y sincronizada del período de posguerra

*M. Ayhan Kose, Prakash Loungani y Marco E. Terrones*

#### 29 Preparativos para un mundo poscrisis

Análisis del papel del FMI en la futura estructura financiera internacional

*John Lipsky*

#### 34 Auges de precios: ¿Cuál es la mejor forma de manejarlos?

No todos los auges se parecen; decidir qué política aplicar depende de cómo se mantienen los activos y quién se expone a una posible caída

*Giovanni Dell'Ariccia*

#### 37 La tormenta perfecta

Opinión de Olivier Blanchard sobre las causas de la crisis

#### 40 Las consecuencias de jugar con fuego

En todo el espectro de los mercados emergentes, hubo empresas que suscribieron contratos de derivados exóticos que les ocasionaron enormes pérdidas

*Randall Dodd*



40

## Tiempos difíciles para Europa

**L**A DESACELERACIÓN económica provocada por la crisis financiera que comenzó a mediados de 2007 se ha convertido en una recesión mundial sincronizada. Las condiciones financieras más restrictivas, la disminución de la riqueza y la mayor incertidumbre han producido una fuerte caída de la demanda en todos los sectores. En forma paralela, Europa ha entrado en una profunda recesión, y existe el riesgo de que esta sea aun peor.

En esta edición de *F&D* se examinan los graves efectos de la crisis en las economías avanzadas y los mercados emergentes de Europa debido al carácter globalizado de los shocks que han golpeado tanto al sector financiero como a la economía real, y a las fuertes vinculaciones comerciales mundiales y regionales de Europa.

Marek Belka, Director del Departamento de Europa del FMI, señala en el artículo principal de esta edición que más allá de la necesidad de mejorar cuanto antes la gestión de las crisis, Europa debe revisar los marcos en los que se basa la Unión Europea (UE) porque algunos han resultado ser deficientes

y otros simplemente faltan. Otra tarea aún más urgente es la reestructuración del marco de estabilidad financiera de la UE.

La crisis también está poniendo a prueba a los nuevos países miembros de la UE de Europa central y oriental. No obstante, una institución clave que ha demostrado claramente su valor es el euro. Charles Wyplosz y Barry Eichengreen examinan el futuro de la moneda común.

También en este número, John Lipsky, Primer Subdirector Gerente del FMI, examina el papel del FMI en el mundo de la poscrisis, y Giovanni Dell'Ariccia analiza las enseñanzas que surgen de la gestión de los auges de los precios de los activos para prevenir la caída que ha causado tantos daños. Además, conversamos con el economista de la Universidad de Oxford, Paul Collier, sobre la asistencia a los países de bajo ingreso en la actual crisis, mientras que Donald Kaberuka, Presidente del Banco Africano de Desarrollo, analiza cómo pueden prepararse los gobiernos africanos para aprovechar la recuperación económica mundial.

**Jeremy Clift**  
Director

- 43 Nuevas opciones de financiamiento**  
Cuando el financiamiento escasea, los países en desarrollo deben utilizar enfoques innovadores para obtener capital  
*Suhas Ketkar y Dilip Ratha*
- 46 ¿Cobertura o apuesta?**  
Las empresas de América Latina emplearon nuevas técnicas para protegerse de las fluctuaciones cambiarias. Algunas las usaron para apostar, y terminaron perdiendo en grande  
*Herman Kamil, Bennett W. Sutton y Chris Walker*
- 48 América Latina: ¿Cuándo es conveniente el estímulo fiscal?**  
Para algunos países sería apropiado dar estímulo fiscal durante la crisis económica mundial. Pero en el caso de otros la respuesta no es tan clara  
*Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements y Jorge Canales-Kriljenko*
- 50 Punto de vista: La filosofía de la regulación**  
La supervisión en función del riesgo procuró alentar la innovación y premiar la buena conducta, pero ayudó a producir la crisis financiera mundial  
*S. Raihan Zamil*

- 4 Gente del mundo de la economía**  
**Aún existe el club de la miseria**  
*Glenn Gottselig entrevista a Paul Collier*
- 32 Bajo la lupa**  
**Terreno desconocido**  
Política monetaria energética para combatir crisis  
*Koshy Mathai y Simon Willson*
- 52 Vuelta a lo esencial**  
**¿Qué es la política fiscal?**  
*Mark Horton y Asmaa El-Ganainy*
- 54 Hablando claro**  
**Motores en marcha**  
Los gobiernos africanos deben prepararse para la recuperación mundial promoviendo la actividad privada  
*Donald Kaberuka*
- 56 Un vistazo a las cifras**  
**Vaivén de precios**  
Los recientes altibajos de los precios de las materias primas no son ni los primeros ni los últimos  
*Thomas Helbling, Nese Erbil y Marina Rousset*

**Fotografías:** Portada, Alik Keplicz/Associated Press; pág. 2, Stephen Jaffe/FMI; pág. 2, Aftab Ahmed/PPI Foto/Newscom; pág. 3, Newscom; pág. 3, Hoang Dinh Nam/AFP/Newscom; pág. 4, Michael Spilotro/FMI; págs. 8-9, Ints Kalnins/Reuters/Newscom; págs. 12-13, Daniel Mihailescu/AFP/Getty Images; pág. 15, Denis Sinyakov/AFP/Getty Images; pág. 19, Image Source/Corbis; pág. 23, Piotr Malecki/Panos; pág. 25, George Hammerstein/Solus-Veer/Corbis; pág. 29, Peter Macdiarmid/Getty Images; pág. 32, Bettmann/Corbis; pág. 32, Newscom; pág. 33, Lance Nelson/Corbis; pág. 33, Alex Wong/Getty Images; pág. 33, Paul J. Richards/AFP/Getty Images; pág. 34, Kristoffer Tripplaar/Sipa Press/Newscom; pág. 37, Jim Reed/Corbis; pág. 40, John Gress/Corbis; pág. 43, David H. Wells/Corbis; págs. 48-49, Enzo y Paolo Ragazzini/Corbis; pág. 50, Reed Saxon/Associated Press; pág. 54, Yuri Gripas/Reuters/Newscom.

## DEPARTAMENTOS

- 2 Notas breves**  
**Escolaridad privada. El FMI protege a los más vulnerables. Haga la cuenta. El FMI reestructura sus préstamos. En la playa. Puentes al crecimiento.**

## Escolaridad privada

Los datos muestran, de manera cada vez más concluyente, que contratar al sector privado para la enseñanza ofrece ventajas tales como más eficiencia, más alternativas y más amplitud de acceso, según un informe del Banco Mundial titulado *The Role and Impact of Public-Private Partnerships in Education*. Esa observación adquiere especial validez para los hogares mal atendidos por mecanismos tradicionales.

El informe describe el creciente uso de organizaciones privadas —asociaciones religiosas, comunidades locales, OSC, instituciones privadas con fines de lucro y escuelas sin fines de lucro— en los países en desarrollo para prestar servicios educativos. Estas alianzas tienen un éxito comprobado a la hora de fomentar el acceso a la escolarización, la igualdad y el aprendizaje, según el estudio.



Ante el peligro que representa la crisis económica mundial para los sistemas educativos de los países pobres, el Banco Mundial duplicó el financiamiento de la enseñanza en países de ingreso bajo y mediano a más de US\$4.000 millones.

## El FMI protege a los más vulnerables

El FMI procura que los ajustes económicos realizados para mitigar los efectos de la crisis financiera mundial tengan en cuenta las necesidades de los más desprotegidos, mediante el establecimiento o el refuerzo de redes de protección social.

En la medida de lo posible se está manteniendo o incrementando el gasto social. En Pakistán, por ejemplo, se gastará más en los pobres a través de transferencias de efectivo y subsidios para electricidad. Alrededor de un tercio de los programas de los países de bajo ingreso incluyen un nivel mínimo de gasto social y prioritario.

Las reformas estructurales están pensadas con igual fin. Hungría, por ejemplo, no recortará las prestaciones de los jubilados con bajos ingresos. El FMI está colaborando de cerca con el Banco Mundial y con donantes a fin de encontrar financiamiento externo para la protección social y la promoción de la reforma de redes de protección social.



## Haga la cuenta

El Banco de Pagos Internacionales, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional publicaron la primera parte de un manual de estadísticas sobre valores (*Handbook on Securities Statistics*), que abarca los títulos de deuda.

El manual es la primera publicación de su tipo que trata exclusivamente de la compilación y publicación de estas es-

tadísticas. Esta parte tiene por finalidad ayudar a los organismos nacionales e internacionales a producir estadísticas relevantes, coherentes y susceptibles de comparación internacional para el análisis de la estabilidad financiera y la formulación de la política monetaria.

En futuras ediciones, la obra podría abarcar la tenencia de títulos de deuda y otros tipos de títulos. Para descargarla, diríjase a [www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm).

## Calendario 2009

25–26 de junio, Basilea, Suiza

Octava Conferencia Anual del Banco de Pagos Internacionales

22–24 de junio, Seúl, Corea

Conferencia Bancaria Anual del Banco Mundial sobre la Economía del Desarrollo

8–10 de julio, L'Aquila, Italia

Cumbre del Grupo de los Ocho

19–21 de agosto, Jackson Hole, Wyoming, EE.UU.

Simposio Económico Anual del Banco de la Reserva Federal de Kansas City

10–12 de septiembre, Dalian, China

Asamblea Anual de los Nuevos Campeones de 2009 del Foro Económico Mundial

6–7 de octubre, Estambul, Turquía

Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial

8–10 de noviembre, Nueva Delhi, India

Cumbre Económica sobre India del Foro Económico Mundial

13–14 de noviembre, Washington, EE.UU.

Décima Conferencia Anual Jacques Polak de Estudios Económicos del FMI

14–15 de noviembre, Singapur

Reuniones sobre Cooperación Económica Asia-Pacífico

## El FMI reestructura sus préstamos

El FMI concluyó una profunda reestructuración de sus préstamos para poder prevenir y solucionar mejor las crisis. Estas reformas están redefiniendo su interacción con los países miembros.

Una de las novedades es una línea de crédito para economías emergentes de trayectoria sólida. Los desembolsos no se hacen por etapas y no hay condiciones que cumplir una vez que un país recibe aprobación para usar la Línea de Crédito Flexible. Hasta la fecha, Colombia, México y Polonia activaron préstamos por un total de US\$78.000 millones.

El FMI también eliminó procedimientos que dificultaban el diálogo con algunos países e impedían que otros solicitaran asistencia financiera debido al aparente estigma

que la relación con la institución crea en algunas regiones. El nuevo marco crediticio se centra en los objetivos básicos del programa de reforma estructural de cada país, más que en medidas específicas que exigen un determinado cronograma. Las nuevas reglas regirán todos los programas de préstamo, incluidos los concertados con países de bajo ingreso.

Al respecto, en abril el Grupo de los Veinte países avanzados y emergentes acordó triplicar los recursos del FMI a US\$750.000 millones y duplicar los fondos para préstamos concesionarios a países de bajo ingreso. Esa decisión, sumada a la reforma crediticia, le permitirá al FMI luchar más activamente contra la crisis mundial.

## En la playa

A mediados de mayo, Indonesia congregó a ecologistas de 120 países en una importante conferencia sobre la gestión de recursos litorales y marinos, seguida de la primera Cumbre de Líderes de la Iniciativa del Triángulo de Coral.



El objetivo de la primera Conferencia Oceánica Mundial fue centrar la atención internacional en la protección de los ecosistemas marinos y sus importantes aportes a la regulación del calentamiento atmosférico.

Dirigentes de seis naciones de Asia y el Pacífico —Filipinas, Indonesia, las Islas Salomón, Malasia, Papua Nueva Guinea y Timor-Leste— avalaron un acuerdo para garantizar la sostenibilidad de sus recursos litorales y marinos comunes.

“Tanto la Conferencia como la Iniciativa están ayudando a la región a afrontar colectivamente peligros críticos para los recursos litorales y marinos engendrados por el cambio climático, métodos de pesca insostenibles y contaminación desde tierra”, afirmó Lawrence Greenwood, Vicepresidente del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD). “Estos esfuerzos cuentan con nuestro firme respaldo”.

El BAsD está a la cabeza de la movilización de recursos financieros nacionales e internacionales para este programa de cooperación regional y el suministro de respaldo técnico y financiero.

## Puentes al crecimiento

El Banco Mundial lanzó dos iniciativas de inversión en infraestructura por miles de millones de dólares para ayudar a los países en desarrollo a resistir la crisis financiera y económica mundial.

La plataforma para la Recuperación de Infraestructura y la Protección de Activos y la Facilidad de Infraestructura para Crisis, establecidas por la Corporación Financiera Internacional (el miembro del Grupo del Banco Mundial que se ocupa de las inversiones del sector privado), movilizarán más de US\$55.000 millones en el próximo trienio para proyectos de infraestructura en países en desarrollo.

La crisis financiera mundial deprimió la inversión en proyectos de infraestructura, sobre todo en países en desarrollo. Estos proyectos son clave para la creación de empleos y como cimientos de la productividad y el crecimiento. El papel catalizador de la infraestructura en la reducción de la pobreza



también está reconocido por los Objetivos de Desarrollo del Milenio de las Naciones Unidas, que citan el acceso al abastecimiento de agua y servicios sanitarios como meta para 2015.

A close-up portrait of Paul Collier, an older man with white hair, a beard, and glasses, wearing a dark suit, light blue shirt, and patterned tie. He is looking directly at the camera with a serious expression.

# Aún existe el club de la miseria

Glenn Gottselig entrevista al economista de Oxford **Paul Collier**

**F&D:** En una reciente presentación ante economistas del FMI usted habló de la macroeconomía del club de la miseria. ¿Qué retos macroeconómicos considera que estos países tienen en común?

**COLLIER:** Creo que los países del club de la miseria, los países de bajo ingreso, se distinguen no solo por tener en promedio menos políticas buenas que los países de mediano ingreso sino porque tienen problemas diferentes. Las políticas buenas para los primeros serían diferentes de las apropiadas en un contexto de ingresos medianos, algo que no está suficientemente reconocido. Comencemos por analizar las diferencias fundamentales entre una economía de bajo ingreso y otra de mediano ingreso, ya que de ellas surgirán diferentes estrategias y diferentes respuestas.

La diferencia fundamental es que estos países están desesperadamente escasos de capi-

tal, lo que significa que deben transitar una fase prolongada de alta inversión. Por el momento, en África la tasa media de inversión es inferior al 20% del PIB, mientras que para lograr la convergencia con otras economías debería ser superior al 30%. De modo que es preciso pasar de menos de 20% a más de 30%. Es un cambio considerable.

**F&D:** ¿Cómo se puede lograr ese cambio?

**COLLIER:** Con un programa orientado a elevar la capacidad de invertir en forma productiva, lo que yo llamo una fase de invertir en inversión. Es algo que en parte supone una agenda macroeconómica, pero también una agenda microeconómica. Si nos limitamos a decir que es imposible, que estos países no tienen capacidad de invertir, se los empuja a lo que yo llamo la economía de Polonio: "Nunca pidas prestado y nunca prestes". Esa doctri-

na económica ha sido siempre objeto de burla. En *Hamlet*, Shakespeare presenta a Polonio como un tonto pomposo. Para los países de bajo ingreso, no prestar ni pedir prestado sería ruinoso, porque nunca podrían financiar el avance a tasas de inversión superiores al 30%.

Por supuesto, al incrementar la tasa de inversión y el endeudamiento no se debe repetir la crisis de la deuda, de modo que la inversión deberá hacerse en una forma mucho mejor que la actual. Esa es la estrategia para invertir en inversión: desarrollar la capacidad de hacer buenas inversiones. Es algo que el FMI no puede hacer por sí solo. Supone en gran medida una agenda microeconómica, por lo que la macro depende de la micro. El FMI debe entonces trabajar con el organismo responsable de esa agenda microeconómica, que es principalmente el Banco Mundial. Naturalmente, en principio el FMI lo hace, pero en la práctica no es suficiente. Las dos instituciones deben trabajar en una agenda básica común de invertir en inversión, lo que podría insumir unos tres años de trabajo con los gobiernos para elevar contundentemente la capacidad de hacer buenas inversiones.

La escasez de capital es la principal característica distintiva de los países de bajo ingreso, pero no la única. Generalmente son países ricos en recursos, lo cual también tiene implicaciones para el ahorro y la inversión. Los países agotan sus recursos naturales al extraerlos, y como los precios de las materias primas son muy volátiles, el flujo de ingresos es altamente impredecible. Estas circunstancias exigen estrategias de ahorro e inversión específicas para los países de bajo ingreso.

En la reducción de la pobreza absoluta —el único objetivo para el club de la miseria— existe una divergencia de 40 años respecto del resto de la humanidad. El foco primordial debe ser la convergencia. Para lograrla, estos países deben crecer más rápidamente que otros países en desarrollo y por lo tanto necesitan tasas de inversión que sean al menos acordes con las de los países en desarrollo exitosos.

Una tercera característica que distingue a estos países de bajo ingreso es que deben superar un pasado generalmente muy duro y no suelen gozar de una buena reputación, especialmente entre los inversionistas. Por ello necesitan tecnologías de asunción de compromisos, algún mecanismo por el cual se comprometan de antemano a adoptar ciertas medidas que se aplicarán más adelante y puedan así generar credibilidad. Parte del cometido central del FMI es el de ofrecer esa tecnología mediante las condiciones de sus programas crediticios.

Por último, generalmente hay poca capacidad de implementar el gasto público conforme a normas adecuadas de honestidad y eficiencia. Construir sistemas que efectivamente logren ese objetivo es entonces parte de la agenda tanto del FMI como del Banco Mundial para los países de bajo ingreso.

## La crisis es una oportunidad para reorientar las prioridades de política hacia el desarrollo de la capacidad de inversión a largo plazo.

**F&D:** Ahora que los gobiernos de las economías avanzadas del mundo modifican sus prioridades de gasto para hacer frente a la desaceleración económica, ¿cuán importante es que siga fluyendo la ayuda hacia los países en desarrollo?

**COLLIER:** Ahora es el momento de transferir recursos públicos a las sociedades más pobres, porque las transferencias de recursos privados —las remesas y la inversión privada— están disminuyendo rápidamente. Los países de bajo ingreso no generaron esta crisis, pero la sufren. Es el tipo de situación para la cual fueron creadas las instituciones públicas dedicadas al desarrollo. A fines de la década de 1940 no se esperaba

que el capital privado reconstruyera Europa, por lo que se crearon instituciones públicas para canalizar fondos públicos hacia esa tarea. Ahora es un grupo diferente de países el que necesita ayuda e iniciativas públicas internacionales. Esa es la solución correcta para el momento actual.

**F&D:** En los últimos meses el G-20 ha asumido un papel más relevante como foro de los principales gobiernos. ¿Considera esto como un hecho positivo para el club de la miseria?

**COLLIER:** Muy positivo. Lo que ha ocurrido con el correr de los años es que el grupo de países que pueden

considerarse parte de la solución a los problemas internacionales se ha ampliado enormemente. Sesenta años atrás todo se reducía a Estados Unidos; luego Europa pasó de ser un problema a ser parte de la solución, y ahora toda una nueva clase de países, como Brasil, China y Sudáfrica, forman parte de la solución. Acabo de estar trabajando en Haití, donde 9.000 miembros de las fuerzas de paz de Brasil han mantenido la paz y el orden durante los últimos cinco años, lo que representa una enorme contribución de Brasil al país más pobre del hemisferio occidental.

El G-20 reconoce, con algún retraso, la realidad de que afortunadamente se ha pasado del G-1 de hace 60 años al G-8 y ahora al G-20. Es un hecho para celebrar, y algo que la arquitectura institucional ha tardado en reconocer.

**F&D:** ¿Cuál es, en su opinión, el papel que debe cumplir el FMI para ayudar a los países de bajo ingreso?

**COLLIER:** Las buenas políticas no serán las mismas en los países de bajo ingreso que en los desarrollados. Pensar que existe allá en lo alto un modelo llamado “solidez” al cual todos aspiramos, en el que las nubes estratosféricas sean el G-8 y las muy bajas sean los países de bajo ingreso, sería negar la realidad del mundo en que vivimos.

Creo que al FMI le caben tres distintas funciones. Primero, para los gobiernos de los países de bajo ingreso es una fuente de fondos. Segundo, el FMI proporciona a los donantes un marco de compromisos a través de sus programas. Y la tercera función, que considero la más importante, es la de brindar un marco conceptual y de coordinación para asistir a los muchos

agentes diferentes que actúan en el ámbito del desarrollo de los países de bajo ingreso, entre ellos diversos organismos y los diferentes gobiernos.

Pero en un plano más amplio las respuestas macroeconómicas correctas dependen de que se resuelvan los problemas microeconómicos e institucionales. Si estos últimos se toman como un hecho dado, tal como lo viene haciendo el FMI, esas respuestas no servirán para fomentar el desarrollo.

Por lo tanto, el FMI no puede desentenderse de los temas microeconómicos e institucionales pendientes. Obviamente, no puede hacerlo todo, pero debe aprender a combinar su labor en los países de bajo ingreso con la de otros organismos que cubren los aspectos microeconómicos e institucionales. Es preciso formar equipos conjuntos, co-dirigidos en torno a directivas comunes, particularmente con el Banco Mundial.

**F&D:** ¿Cuáles son algunos de los obstáculos para alcanzar altos niveles de inversión en el sector público?

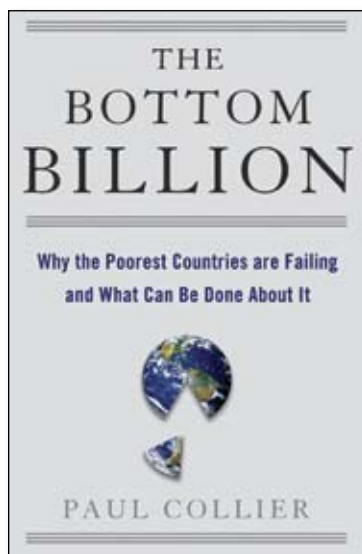
COLLIER: Uno es la identificación de proyectos y otro es su implementación. Sabemos que lo primero se hace muy mal. Existe, por supuesto, una tecnología económica para identificar proyectos, llamada análisis de costo-beneficio, pero a menudo me pregunto si es un método realista y si no habría un atajo más eficaz.

Ni siquiera resulta siempre un método conveniente, porque el análisis de costo-beneficio de los proyectos se hace en forma fragmentada, no sistemática. La labor en estos países de bajo ingreso debe estar orientada a transformarlos, con bastante rapidez, en países de mediano ingreso. Ese enfoque gradual, en el que se estudia un único proyecto por vez, no logra captar realmente todos los efectos externos al proyecto considerado.

Tómese el caso de las grandes arterias de transporte que darían a los países de África sin salida al mar una mejor conexión con las zonas costeras. En 40 años esos corredores aún no se han tendido, y las inversiones no se están haciendo. ¿Por qué? Porque aun cuando se haga el análisis de costo-beneficio —etapa a la que generalmente no se llega— los proyectos no superan esas pruebas, que se realizan país por país y toman todos los demás elementos de la economía como un hecho dado. Sería más sensato dar un gran salto y preguntarse qué es lo típico de la infraestructura pública en los países de mediano ingreso, que es el objetivo por alcanzar. Como actualmente se está tan lejos de una planificación sensata de la inversión pública, quizá sea necesario tomar ese tipo de atajo.

**F&D:** ¿Qué determina el éxito o el fracaso?

COLLIER: Acabo de analizar el conjunto de datos de todos los proyectos del Banco Mundial, miles de ellos, para determinar cuál es la diferencia entre el éxito y el fracaso. En particular,



Publicado por primera vez en 2007, *The Bottom Billion* [traducido al español como *El club de la miseria*] desafía las ideas convencionales sobre el desarrollo y la ayuda.

estudié los períodos de posconflicto. Mi conclusión es que la supervisión es mucho más importante como factor que define la diferencia entre el éxito y el fracaso.

Cabe admitir que los períodos de posconflicto son casos extremos en los países de bajo ingreso. Durante un conflicto, el Estado se vuelve depredador, y el sector privado aprende a escapar, se informaliza. La reconstrucción posconflicto consiste en parte en atraer nuevamente al sector privado a las estructuras formales. Si se golpea al sector formal con altos impuestos tratando de acumular ingresos demasiado pronto, se retarda el proceso más fundamental de reconstruir la economía tras el conflicto.

En un período de posconflicto se plantean algunas cuestiones comunes al sector público y al privado. Un tema central es el alto costo de los bienes de capital en los países de bajo ingreso. Esos bienes incluyen las estructuras producidas

por el sector de la construcción. En los países de bajo ingreso con bajas tasas de inversión, ese sector es pequeño, y durante una situación de conflicto decae cada vez más porque nadie construye, ya que la sociedad está centrada en la destrucción. Una vez que el conflicto cesa, el sector de la construcción que subsiste es diminuto, mientras que lo que se necesita desesperadamente es reconstrucción, lo que determina una curva de oferta muy empinada en el sector.

Esto es microeconomía con consecuencias macroeconómicas, porque aun cuando se gaste mucho en inversión, pública o privada, no se logra comprar mucho. El gasto se disipa al preparar por la empinada curva de oferta de la construcción. Aplanar esa curva constituye una prioridad de política para los países de bajo ingreso.

**F&D:** ¿Cómo se logra?

COLLIER: Bajando de los aspectos macro a los microeconómicos y estudiando la cadena de producción en el sector de la construcción. A menudo en este tipo de períodos hay restricciones jurídicas que impiden el acceso a la tierra para construir. Hay restricciones a la importación de materiales, de lo cual el cemento es un ejemplo clásico. Hay restricciones en materia de habilidades: se requiere un nivel mínimo de destrezas para la construcción y es preciso invertir en capacidad educativa para desarrollarlas. Por último, se necesitan organizaciones, empresas especializadas en la construcción.

Hay una tendencia a contratar empresas constructoras extranjeras en lugar de recurrir a las nacionales, un exceso de celo que desperdicia oportunidades, lo que equivale a desperdiciar oportunidades por exceso de celo, ya que el sector de la construcción podría generar muchos puestos de trabajo en estas economías, algo de enorme valor en situaciones de posconflicto. El salario sombra de los hombres jóvenes en un período de posconflicto es negativo, y vale la pena gas-



tar dinero en emplearlos aun cuando no hagan nada. Pero en realidad se los puede emplear de manera productiva en el sector de la construcción.

**F&D:** ¿Y qué ocurre en los países en desarrollo ricos en recursos naturales?

**COLLIER:** Este es el tema en que quizá más he trabajado en los últimos meses. En los países ricos en recursos, los activos naturales plantean problemas de agotamiento y de shocks de precios. De modo que el agotamiento y la volatilidad van de la mano con la riqueza de recursos, y cada uno genera distintas consecuencias. El agotamiento de los activos naturales obviamente repercute en el ahorro. Al decrecer un conjunto de activos, es necesario acumular otro que lo compense, aunque no sea necesariamente en idéntica proporción. Por eso, en los países ricos en recursos naturales la tasa de ahorro debe ser aun mayor que en los demás países de bajo ingreso.

Mientras que el típico país de bajo ingreso debería invertir algo así como un 30% del PIB, en aquellos que están agotando sus activos naturales la tasa debería ser mayor. ¿En qué forma ahorran estos países? Los países de bajo ingreso no son Noruega, no tienen abundancia de capital. Al contrario, tienen el menor monto de capital por trabajador en todo el mundo. Evidentemente necesitan usar el ahorro para acumular stock de capital en el país. Por lo tanto, una fase de inversión en inversión es aún más importante en los países de bajo ingreso ricos en recursos naturales.

Ahora bien, ¿cómo encarar la volatilidad? La estrategia habitual consiste en acumular ahorros líquidos, pero he llegado a la conclusión, bastante a mi pesar, de que los países de bajo ingreso ricos en recursos no tienen otra alternativa que absorber la volatilidad dentro de la economía real en lugar de tratar de moderarla a través de fondos soberanos líquidos. No se trata de llegar al extremo de privar de toda función a los fondos de liquidez, sino de reconocer que el objetivo debe ser mucho más modesto que el de estabilizar el gasto público.

Si se acepta que el gasto público habrá de ser volátil, ¿hacia qué componente de ese gasto, la inversión o el consumo, debe canalizarse la volatilidad? Los textos modernos de economía enseñan que la volatilidad del consumo público es perjudicial, porque disminuir ese consumo una vez que se han formado hábitos es socialmente costoso.

La volatilidad de la inversión no es tan nociva, porque puede haber fluctuaciones bastante grandes en la inversión, que se traducen solo en fluctuaciones muy pequeñas del stock de capital. Se estabiliza el consumo público, y al hacerlo se estabiliza bastante el stock de capital, pero se deja fluctuar la inversión.

Los países de bajo ingreso igualmente deben hacerlo sin afectar la rentabilidad de la inversión. Esto complica la agenda de invertir en inversión porque, en el caso de los países ricos en recursos, significa que se debe contar con capacidad para modificar la tasa de inversión. Recuérdese, no obstante, que la tasa de inversión fluctuará, por ejemplo, en torno a un nivel elevado de 35% y, en el caso más extremo, quizás entre 45% y 25%. Esa oscilación de 20 puntos porcentuales sería menos desastrosa que una variación entre 19% y -1.

**F&D:** ¿Cuánto ha golpeado la crisis económica mundial a los países de bajo ingreso?

**COLLIER:** El principal impacto se produjo en el sector público por la caída del precio de las materias primas y la consiguiente baja de los ingresos fiscales. Según he comprobado en mis últimos trabajos, la gravedad de una caída de precios de las materias primas depende, por sus repercusiones en el PIB, de las políticas estructurales previas. La cuestión no se limita a cómo responde un país después del hecho. Si el país es propenso a sufrir shocks, puede diseñar políticas que reduzcan las consecuencias macroeconómicas de la baja de precios de las materias primas. La agenda microeconómica que convendría aplicar en este caso debe permitir que las empresas puedan entrar y salir fácilmente. Un análisis realizado a partir de la base de datos *Doing Business* del Banco Mundial indica que cuando los países ofrecen a las empresas esa facilidad de entrada y salida las consecuencias para el PIB de una caída de precios son mucho menores.

Aparentemente, los fondos reunidos por el G-20, que se canalizarán a través del FMI, serán utilizados para respaldar la balanza de pagos. Creo que esa asistencia debería dirigirse a respaldar el sector público mediante un aumento del déficit fiscal. Cabe preguntarse entonces qué implica esto para los diferentes elementos del gasto público.

Si la inversión fuera óptima, los países absorberían el shock permitiendo que caiga la inversión. Lamentablemente, en los países de bajo ingreso la inversión dista mucho de ser óptima. Es demasiado baja, y se plantea entonces un dilema. La estrategia de absorber el shock reduciendo la inversión pública será una medida en la dirección equivocada para el más largo plazo. Si últimamente el gasto público recurrente ha aumentado, es obvio que se lo debe bajar nuevamente antes de que se formen hábitos, es decir, antes de que los países se acostumbren a esos mayores niveles de consumo público, este debe ser reducido. Lo que se debe proteger es la inversión pública.

Al tiempo que se aumenta el déficit fiscal, es aconsejable modificar la composición del gasto público pasando decididamente del consumo a la inversión. Aquí surge nuevamente el problema del compromiso. En estos entornos de baja credibilidad, el hecho de elevar el déficit fiscal mientras se recorta la inversión es fácilmente interpretado como una señal de populismo. La respuesta correcta consiste en contrarrestar esa señal potencialmente perjudicial del aumento del déficit fiscal con otra muy categórica de que el gobierno está tratando de proteger el futuro aumentando la inversión y disminuyendo el consumo público.

Por último, un shock negativo es a menudo una oportunidad para un cambio importante de políticas. Toda crisis es una oportunidad. A mi entender, la oportunidad fundamental que debe aprovecharse es que los gobiernos adopten este concepto de invertir en inversión y traten seriamente de elevar su capacidad de invertir. La crisis es una oportunidad para reorientar las prioridades de política hacia el desarrollo de la capacidad de inversión a largo plazo. ■

*Paul Collier es Profesor de Economía de la Universidad de Oxford y Director del Centro para el Estudio de las Economías Africanas. Glenn Gottselig es Redactor de F&D.*

# Europa bajo presión

**La crisis económica mundial pone a prueba la cohesión de la Unión Europea**

Marek Belka

**L**A CRISIS financiera mundial ha perturbado la travesía histórica de Europa hacia “una unión cada vez más estrecha”. Durante muchos años, el gran proyecto europeo avanzó tranquilamente, sumando nuevos países miembros, eliminando las barreras que dividen a sus pueblos y aportando mayor prosperidad. La actual crisis pone a prueba este proyecto por primera vez y muestra fallas del sistema que los buenos tiempos habían encubierto. Aunque las respuestas nacionales y regionales ante la crisis son ahora más coordinadas, se ha hecho muy poco, muy tarde. ¿Podrán las instituciones y los gobiernos europeos responder de manera adecuada y adaptarse para avanzar hacia “más Europa”, o será el resultado “menos Europa” o “muchas Europas”? Las decisiones que se adopten durante esta crisis determinarán el destino de Europa en un futuro próximo. Los problemas en el este y el oeste son diferentes, pero los más importantes, deben abordarse conjuntamente.

## Tareas financieras pendientes

Los países avanzados de Europa afrontan la peor recesión desde la segunda guerra mundial. La adopción de medidas decisivas y sin precedentes ha ayudado a evitar el derrumbe total del sector financiero y una caída aún más profunda del producto, pero las perspectivas siguen siendo sombrías y la recuperación, cuando ocurra, probablemente será moderada y frágil. Más allá de la necesidad inmediata de hacer frente

a la crisis, Europa debe reconsiderar los marcos en los que se basa, porque muchos han resultado ser deficientes y otros simplemente faltan.

La necesidad más apremiante es *reorganizar el marco de estabilidad financiera de la Unión Europea*, lo que es esencial para evitar nuevas crisis financieras y reducir los costos cuando ocurran. Aunque, en general, los gobiernos han reaccionado rápidamente ante las crisis, los países han adoptado, en muchos casos, medidas diferentes para resolver problemas similares, con lo que algunos han causado dificultades a otros.

Las garantías de depósitos son un claro ejemplo. Confrontados con la crisis, muchos países aumentaron sus garantías; algunos avanzaron con cautela y otros decidieron ofrecer una cobertura ilimitada. Esta competencia distorsionada afectó a la asignación de depósitos y provocó tensiones entre los gobiernos y, lo que es más importante, minó la confianza del público en la respuesta de Europa ante la crisis. Si bien se ha tratado de resolver estos problemas, queda mucho por hacer. Por ejemplo, en el acuerdo sobre los sistemas de garantía de depósitos se especifica un nivel mínimo, pero no máximo, lo que ayudaría a resolver los problemas de competencia.

Los marcos de regulación y supervisión de Europa van a la zaga de la integración de los mercados financieros. El marco actual, si bien va evolucionando lentamente hacia una solución más europea, no está preparado para prever adecuadamente





Chica paseando por delante de un escaparate en Riga.

los riesgos sistémicos. Para evitar que los mercados financieros de Europa se fragmenten según las fronteras nacionales es necesaria “más Europa”, especialmente en el ámbito de la regulación, la supervisión y los acuerdos sobre la distribución de los costos de fortalecer las instituciones transfronterizas.

Otra enseñanza de la crisis es que *debe establecerse lo antes posible un sistema de seguimiento macroprudencial a nivel europeo* para evitar los ciclos de auge y caída que afectan hoy a la economía mundial. La reciente propuesta de la Comisión Europea basada en un informe preparado por el ex Director Gerente del FMI Jacques de Larosière será un paso importante para mejorar la competitividad, pero aún queda mucho por hacer.

Entre las medidas más inmediatas, *el sistema financiero europeo debe avanzar con mayor rapidez y de manera más coordinada en el reconocimiento de las pérdidas por préstamos, la inmovilización de los activos desvalorizados, las pruebas de tensión y la recapitalización de las instituciones viables* juntamente con la resolución de las no viables. Si no se aplican estas medidas para restablecer la solidez del sector financiero, el efecto macroeconómico del apoyo proporcionado por los gobiernos y los bancos centrales en toda la región quedará neutralizado.

### La zona del euro se ve bajo presión

La crisis ha exacerbado las tensiones dentro de la zona del euro. Muchos de los 16 países miembros de esta zona han

acumulado cuantiosos déficits fiscales y en cuenta corriente, y registran bajas tasas de crecimiento económico y altos coeficientes de deuda. Estos países se enfrentan ahora a condiciones financieras mucho más difíciles y a perspectivas de crecimiento aún más desfavorables. Por ello, algunos analistas ponen en duda que la zona del euro pueda mantenerse unida, y otros instan a una mayor “solidaridad”, mediante, por ejemplo, la emisión de bonos de la zona del euro para financiamiento nacional o mayores facultades fiscales a nivel federal. Estas cuestiones son complejas y delicadas, pero si no se abordan, pueden causar muchos problemas.

*La reactivación de la reforma estructural* aliviaría estas tensiones y ayudaría a Europa a confrontar las presiones sociales derivadas de la crisis. En el contexto de la Agenda de Lisboa de la Unión Europea, Europa ha logrado importantes avances en la liberalización y la apertura de sus mercados, lo que se ha traducido en un aumento de la productividad y el empleo. Pero los avances han sido más lentos en los últimos años, lo que es especialmente desafortunado, porque la crisis amenaza socavar el crecimiento futuro de la productividad obligando a algunas personas a salir del mercado de trabajo y frenando la inversión privada. Se requiere una segunda generación de reformas estructurales para revitalizar las economías de Europa.

Las crisis pueden minar la determinación de los políticos, pero también pueden brindar la oportunidad de superar

viejos obstáculos; recordemos las amplias reformas llevadas a cabo en Italia después de la crisis del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) en 1992–93, los profundos cambios en el Reino Unido después del “invierno del descontento” a finales de los años setenta, y el auge de las reformas en Irlanda y los Países Bajos a principios de los años ochenta tras el deterioro macroeconómico y los shocks de la oferta mundial.

Uno de los objetivos prioritarios ahora debería ser incrementar la competencia en los sectores que aún están protegidos y lograr que los mercados de trabajo sean más flexibles y menos fragmentados.

### Equilibrar el presupuesto

El costo de la recesión, el estímulo fiscal aplicado para contrarrestarla y el apoyo brindado al sistema financiero ponen de relieve *la necesidad de fortalecer el marco fiscal de Europa*. Aunque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (que impone un tope a los déficits presupuestarios) y las normas fiscales nacionales han contribuido a mejorar la situación fiscal, aún queda mucho por hacer. Al estallar la crisis, unos 10 años después de la introducción del euro, un excesivo número de países estaban demasiado lejos de alcanzar un presupuesto equilibrado y niveles de deuda moderados. Después de la crisis, estos coeficientes aumentarán a niveles alarmantes. Dado que se prevé que los mercados financieros volverán a examinar con detalle el desempeño fiscal de los países, que el crecimiento potencial se reducirá y que el envejecimiento de la población se intensificará, las finanzas públicas de Europa deben mejorar rápidamente y de forma duradera para hacer frente a las crisis futuras. Ello requerirá determinación política, pero la modificación del marco fiscal puede ayudar. Un paso importante en esta dirección será exigir que las metas correspondientes al déficit y la deuda a mediano plazo sean más vinculantes y las proyecciones macroeconómicas más realistas.

### Del auge a la caída

Los países emergentes de Europa también están sumidos en una profunda crisis. La región ha evolucionado rápidamente desde la disolución de la Unión Soviética, y los vínculos comerciales y financieros con los países avanzados de Europa son cada vez más

estrechos, lo que ha favorecido la convergencia en materia de crecimiento e ingresos. No obstante, esta integración, especialmente la fuerte dependencia de las entradas de capitales, ha contribuido a que la región sea más vulnerable (véase el gráfico).

La aparente capacidad de los nuevos países miembros de la UE de atraer financiamiento menos costoso, el denominado “efecto aureola” (véase “Adiós a la aureola” en esta edición), ha desaparecido. También ha desaparecido la idea de que el financiamiento externo basado en los bancos garantizará flujos de capital más estables. Los países con mayores tasas de inflación y déficits en cuenta corriente o aquellos que financiaron un auge del crédito obteniendo préstamos en el exterior son los más afectados. Además, la recuperación dependerá no solo de las decisiones de política a nivel nacional, sino también de la evolución y las decisiones adoptadas en el resto de Europa.

A corto plazo, *las políticas macroeconómicas deben reflejar el hecho de que Europa, de este a oeste, actúa cada vez más como una sola economía*. Los países comparten los beneficios de la integración de los mercados, pero inevitablemente también comparten los shocks que afectan a otros y que ahora se transmiten a través de las vinculaciones entre el comercio, los mercados financieros y los bancos transfronterizos. Lograr esto requiere la coordinación de las políticas macroeconómicas y, además, la aplicación de medidas más específicas, como el apoyo del Banco Central Europeo a las monedas de los países emergentes, por ejemplo, a través de acuerdos de *swap* de monedas.

### Apoyo según las circunstancias específicas

La reactivación del crecimiento puede demorar todavía más en algunos países. Otros, especialmente aquellos que aplicaron políticas nacionales más sólidas desde el principio, son más resistentes, pero aún corren el riesgo de verse golpeados por la recesión mundial. El FMI está trabajando estrechamente con los países de la región y brindando apoyo financiero y asesoramiento de política económica en cooperación con la Unión Europea y otros socios regionales y multilaterales. El FMI ha adaptado su apoyo a las necesidades específicas de los países de la región, a saber:

- Ha ampliado el apoyo financiero a los países más golpeados por la crisis, ayudándoles a reducir el impacto del ajuste fiscal y reparar sus sistemas bancarios. Los países que actualmente aplican programas respaldados por el FMI comprenden Belarús, Hungría (véase el recuadro), Letonia, Rumania, Serbia y Ucrania.

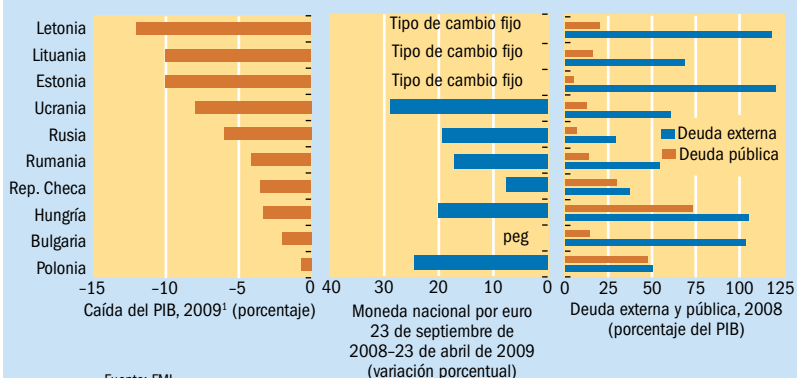
• Ha proporcionado garantías a aquellos países con sólidos fundamentos económicos pero que aún corren el riesgo de verse afectados por la crisis (por ejemplo, Polonia).

- Ha brindado asesoramiento a los países que no necesitan apoyo financiero.

La crisis ha planteado a los países emergentes de Europa una lista de problemas difíciles. Algunos de ellos son internos, pero muchos otros forman parte de las cuestiones pendientes que Europa aún debe resolver. Limitados por los tipos de cambio fijos, confrontados con altos niveles de

### Un panorama variado

La crisis ha afectado de forma muy diferente a los países de Europa central y oriental.



Fuente: FMI.  
<sup>1</sup>Proyecciones de abril de 2009, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

deuda externa, o ambas cosas, la mayoría de los países deberán avanzar con cautela, manteniendo sus déficits bajo control y aplicando una política monetaria más restrictiva. Como en los otros países de Europa, la lista de cuestiones financieras pendientes es larga e incluye en muchos casos la recapitalización del sistema bancario.

### El mundo después de la crisis

A más largo plazo, se plantea una cuestión más de fondo: el modelo económico de los países emergentes de Europa. La respuesta ante la crisis, si bien es crucial a corto plazo, está creando problemas en muchos ámbitos, desde las operaciones del banco central para suministrar liquidez, a las garantías de los gobiernos en los sectores real y financiero.

Sin embargo, tal vez el problema más acuciante sea cómo se ajustarán a la nueva realidad los países emergentes de Europa cuando haya pasado la crisis, después de tantos años de recibir cuantiosos flujos de capital. Estos flujos permitieron la acumulación de grandes déficits en cuenta corriente y moderaron las restricciones presupuestarias tanto a nivel de la política fiscal como del sector privado, lo que, en muchos casos, dio lugar a un aumento insostenible del crédito. Obviamente, tarde o temprano, los capitales extranjeros volverán a lo que seguirá siendo una región de crecimiento relativamente rápido, pero probablemente los flujos sean pequeños comparados con los de períodos anteriores.

Ajustarse a esta nueva realidad no será fácil. Se requerirá la combinación adecuada de políticas macroeconómicas y estructurales para conseguir y mantener la confianza de los mercados financieros internacionales y salvaguardar el potencial de crecimiento de las economías emergentes de Europa. Aunque a veces es difícil, los gobiernos deberán aceptar y facilitar los cambios estructurales, entre los que deberá encontrarse la *aplicación de medidas para mejorar el entorno*

#### Hacer frente a la crisis: El caso de Hungría

Hungría fue una de las primeras economías emergentes de Europa en recurrir al FMI cuando se exacerbó la turbulencia financiera mundial a finales de 2008. Los cuantiosos déficits fiscales y en cuenta corriente registrados en casi todo el último decenio condujeron a altos niveles de deuda pública y externa. Los flujos de capital que financiaron los déficits en cuenta corriente estimularon rápidamente el crecimiento del crédito, denominado en gran parte en monedas extranjeras. En octubre de 2008, el gobierno se vio confrontado con dificultades para emitir deuda, los bancos tuvieron problemas para obtener financiamiento en moneda extranjera y el tipo de cambio se depreció fuertemente.

El programa económico, respaldado por el FMI, la Unión Europea y el Banco Mundial, tiene por objeto reforzar las finanzas públicas y mantener la estabilidad financiera, a fin de sentar las bases de una mejora sólida y sostenida de los niveles de vida. Hasta la fecha, gracias a la implementación de políticas macroeconómicas y financieras conforme al programa, el gobierno y el financiamiento externo se han estabilizado, y se ha evitado una fuerte contracción del crédito. De cara al futuro, la implementación coherente de políticas adecuadas ayudará a Hungría a superar las dificultades actuales.

*empresarial y la movilidad de la mano de obra que permitan que la producción de los países se desplace de los productos no transables hacia los transables.* Para los miembros actuales y los futuros, estas medidas están relacionadas con la misión de la Unión Europea de integrar los mercados europeos de mano de obra, bienes y servicios y la necesaria reactivación de la Agenda de Lisboa. Los gobiernos de todos los países emergentes de Europa también deberán reforzar sus cuentas fiscales e invertir en la gobernabilidad financiera de manera concertada con el resto de Europa.

### Reconsiderar las reglas de adhesión a la zona del euro

Una forma de favorecer este proceso es *resucitando un marco europeo que parece haber sido una de las víctimas de la crisis: el proceso de adhesión a la zona del euro.* Como el euro tiene un tipo de cambio fijo, tal vez no sea la mejor opción para todos los países. Pero una clara definición del proceso de adhesión al euro puede ayudar a los países con sólidas políticas a adaptarse al mundo después de la crisis. No será una tarea fácil; se requerirá un esfuerzo conjunto y la estrecha cooperación de los países que soliciten la adhesión a dicha zona, los actuales miembros, la Unión Europea y el Banco Central Europeo.

Y lo que es aún más importante, habrá que compatibilizar las aspiraciones de los países de Europa oriental con las normas de la UE.

Si no hubiera sido por los objetivos y compromisos vigentes con la UE, los países de Europa oriental seguramente habrían elegido diferentes políticas para hacer frente a la crisis. Por ejemplo, algunos países podrían haber regulado las filiales financieras y las sucursales bancarias de manera más directa.

A más largo plazo, no solo convendría definir más claramente el proceso de adhesión al euro, sino también reexaminar los criterios de adhesión en sí, que se concibieron para un grupo de países mucho más homogéneo.

Por supuesto, es difícil determinar qué supondrán estas diferencias en el marco de formulación de políticas para muchas pequeñas economías emergentes abiertas de Europa. Revisar, aunque sea temporalmente, las reglas y los compromisos que acompañan la pertenencia a la UE puede tener un costo. Aun así, merece la pena mantener ese debate, y hacerlo pronto.

### Hacia una Europa más fuerte

Europa podría salir fortalecida de la crisis si se toman las decisiones correctas en este momento. La integración de las economías europeas ha sido un éxito enorme. Ahora se corre el riesgo de que fracase. Lo esencial es hacer frente a la crisis, preservar los avances logrados y actualizar los marcos y el programa de reformas. Para lograr estos objetivos, se requerirá una coordinación más estrecha y “más Europa”. Si los gobiernos de Europa los logran, la región contará con instituciones más firmes y dinámicas y una economía más vigorosa, y estará mejor preparada para hacer frente no solo a los desafíos actuales sino también a los que se planteen en el futuro. ■

*Marek Belka es Director del Departamento de Europa del FMI. Anteriormente, ocupó el cargo de Primer Ministro de Polonia entre 2004 y 2005 y Ministro de Hacienda entre 2001 y 2002.*

# Adiós a la aureola

**Para muchos países de Europa central y oriental es difícil adaptarse a la nueva realidad económica**

*Martin Čihák y Srobona Mitra*

**D**URANTE un tiempo, la fortuna les sonrió a los países de Europa central y oriental que entraron en los últimos años a la Unión Europea (UE). La adhesión a la UE estimuló la integración económica y financiera y se tradujo en un crecimiento económico rápido y grandes entradas de capital. También creó un “efecto aureola” que en algunos casos abarató el crédito extranjero pese a crecientes vulnerabilidades.

Pero la buena fortuna no duró. En ciertos países, la resiliencia inicial ante la turbulencia financiera mundial se vio afectada por trastornos profundos. Cuando la crisis internacional se desató en 2007, las economías emergentes europeas parecían inmunes porque no estaban expuestas directamente a las hipotecas estadounidenses de poca calidad. Pero a medida que empeoró la situación en 2008, la exportación disminuyó y las entradas de capital prácticamente se desvanecieron en algunos países. Lamentablemente, la integración económica y financiera que había hecho posible la convergencia de las economías emergentes hacia las avanzadas en Europa antes de la crisis hizo a estas economías más vulnerables después.

Hoy, no solo deben superar la crisis sino también defender los logros de los últimos años. Deben instituir políticas más prudentes y marcos más sólidos, sobre todo con respecto a la política fiscal y la supervisión financiera, y hacerlo en medio de un ambiente económico mundial mucho menos propicio. Lo bueno es que, gracias a su flexibilidad, quizá puedan adaptarse más rápido que sus vecinos más avanzados.

## Convergencia rápida

La adhesión de ocho Estados —Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca— en 2004 fue la ampliación más grande de la UE en población (19%) y superficie (22%), aunque representó un aumento más pequeño en términos del producto económico (9%). Otros dos ex integrantes del bloque soviético, Rumania y Bulgaria, ingresaron en 2007. Para todos, se trató de un hito histórico en su transformación en economías de mercado.

Gracias a una integración económica más fuerte y a reformas fructíferas, el crecimiento de estos países superó los niveles previstos, según sus fundamentos económicos, en 1% en pro-



medio (gráfico 1). Eso les permitió incrementar su cuota del producto económico mundial. El acceso más amplio a los mercados occidentales condujo a un veloz aumento de la exportación y la mayor disponibilidad de financiamiento externo estimuló el consumo.

El ingreso a la UE fue especialmente favorable para Eslovenia y la República Eslovaca, que lograron cumplir todos los criterios de Maastricht y entrar en la zona del euro. Eslovenia fue el primero en adoptar el euro, en enero de 2007. Su ingreso per cápita —el más alto entre los nuevos miembros— alcanzó un 80% del promedio de la UE en 2006, es decir, igual a Grecia y por encima de Portugal. La República Eslovaca, el último país en entrar en la zona del euro en enero de 2009, ha sido una de las economías más dinámicas entre los nuevos miembros, con un crecimiento alimentado por la productividad y la exportación, considerada junto con Eslovenia y la República Checa, una economía avanzada, no emergente.

## Los tiempos cambian

El éxito relativo de la estabilización y la reforma económica, sumado al ingreso a la UE, parece haber contribuido a una rápida convergencia de las tasas de interés de los nuevos miembros, aunque también contribuyó lo favorable de las condiciones económicas mundiales: tasas de interés bajas, liquidez generosa y renovado interés de los inversionistas en los mercados emergentes. El resultado fueron gigantescas entradas de capital en forma de préstamos bancarios e inversión directa y de cartera.

Hoy, la participación extranjera en la banca de las economías emergentes de Europa supera los niveles registrados en las economías avanzadas europeas y en otros mercados emergentes. Esta participación corresponde a un pequeño grupo de bancos con sede en economías avanzadas europeas, principalmente adquiriendo instituciones recién privatizadas, el cual controla gran parte de los activos bancarios en los nuevos Estados miembros (gráfico 2). Aunque el acceso potencial de esos bancos extranjeros al capital de sus casas matrices constituía un atractivo para otros inversionistas extranjeros en la región, no está claro si esa situación se mantendrá.

La llegada de capitales bancarios estuvo acompañada de un rápido crecimiento del crédito, pero de intensidad desapareja:



en los tres Estados bálticos superó por lejos los niveles de países comparables, mientras que en la mayoría de los demás estuvo más o menos acorde con el grado de desarrollo financiero. Esta expansión crediticia también condujo a una profundización financiera sustancial en los nuevos Estados miembros.

### Recalentamiento de los motores

Sin embargo, la integración más estrecha y las grandes afluencias de capital generaron nuevas vulnerabilidades. Los capitales contribuyeron a niveles elevados de deuda externa y a déficits en cuenta corriente excesivos en varios casos (gráfico 3). El rápido crecimiento del crédito generó temor al recalentamiento debido al aumento de la inflación y de los déficits en cuenta corriente,

así como la formación de burbujas en los mercados de la vivienda. Los riesgos de los balances eran especialmente preocupantes en los países donde los particulares y las empresas se estaban endeudando en euros y otras monedas extranjeras (sobre todo francos suizos y yenes). De hecho, el porcentaje de préstamos en moneda extranjera en la mayoría de los nuevos Estados miembros superaba los niveles de las economías emergentes de Europa occidental, América Latina y Asia oriental. Este descalce de divisas agudizó la vulnerabilidad del sector privado ante una depreciación cambiaria y el riesgo crediticio de los bancos.

La mayor integración financiera también dejó a las economías emergentes europeas más expuestas a riesgos originados en otras regiones. Los vínculos que habían impulsado el crecimiento también podían exacerbar una desaceleración. Y aunque las exposiciones transfronterizas de los bancos internacionales —principalmente de economías avanzadas europeas— promovieron la intermediación financiera, también abrieron nuevas vías de contagio.

### Adiós a la aureola

Pese a los crecientes déficits en cuenta corriente y los elevados niveles de deuda pública, los mercados parecen haber subes-

timado los riesgos y mantenido sus exposiciones a las economías de Europa central y oriental, presumiendo que la UE probablemente las rescataría en caso de crisis. Como consecuencia, la prima por riesgo-país resultó excesivamente baja, lo que se denomina “efecto aureola”. De hecho, los mercados valoraban los activos soberanos de los nuevos Estados miembros unos 50–100 puntos básicos por debajo del nivel que justificaban los fundamentos macroeconómicos estándar.

Todo cambió al estallar la crisis financiera mundial: el efecto aureola se desvaneció (gráfico 4) y las diferencias entre los flamantes miembros de la UE quedaron a la vista. A fines de 2008, la crisis se propagó violentamente entre las economías emergentes de Europa como consecuencia de la caída de la exportación a los países avanzados y la drástica disminución de las entradas de capital. El encarecimiento del financiamiento para todos los prestatarios soberanos y el recorte del acceso fueron brutales. Aunque los países que más se habían adherido a los criterios de Maastricht vieron crecer menos los diferenciales, ninguno estuvo completamente a salvo.

La crisis puso bajo la lupa los desequilibrios externos y el recalentamiento de las economías de la UE. El informe regional del FMI de mayo de 2009 muestra que los países con un nivel más alto de inflación, déficit en cuenta corriente y afluencia de capitales bancarios fueron los más golpeados. En otras palabras, desde el punto de vista del impacto inicial de la crisis en cada país, el riesgo de una interrupción repentina de las entradas de capital era tanto o más importante que la adhesión a los criterios de Maastricht.

### Fuerte desaceleración

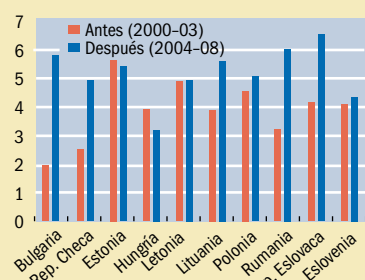
La crisis financiera produjo una fuerte desaceleración de todos los mercados emergentes, a la que no escaparon los de Europa. En la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI pronosticó una contracción de casi 3% para este grupo en 2009. Las vulnerabilidades de los nuevos miembros de la UE están exacerbadas por las vinculaciones macrofinancieras, ya que la disminución del crecimiento del ingreso, la inestabilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio, y las correcciones de los precios de los activos repercuten en el sector financiero. La

Gráfico 1

#### Impulso al crecimiento

El ingreso a la UE puso en marcha una rápida convergencia del crecimiento en Europa central y oriental.

(PIB, variación porcentual anual promedio)



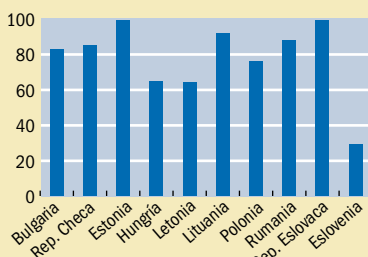
Fuente: Čihák y Fonteyne, 2009.

Gráfico 2

#### Participación mayoritaria

Gran parte de la banca de Europa central y oriental está en manos de instituciones de Europa occidental.

(Porcentaje de activos en manos de bancos de propiedad extranjera, 2007)



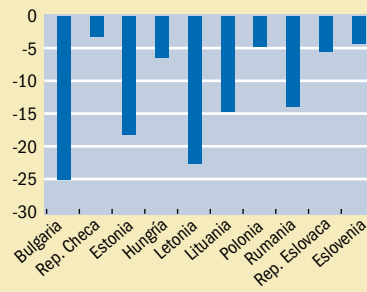
Fuente: Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

Gráfico 3

#### Fuertes desequilibrios

Muchos nuevos Estados miembros incurrieron en sustanciales déficits en cuenta corriente.

(Porcentaje del PIB, 2007)



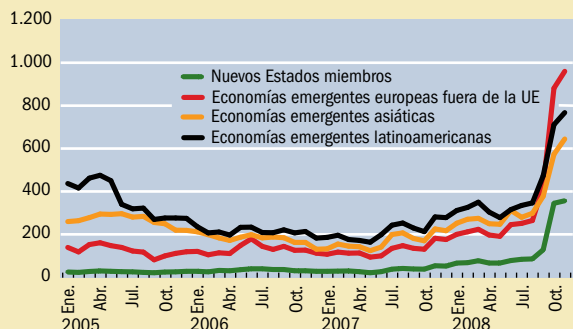
Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 4

**Adiós a la aureola**

Los diferenciales de los bonos soberanos de Europa central y oriental están aumentando, como sucede en otros mercados emergentes.

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Diferenciales en euros para los nuevos Estados miembros y las economías emergentes europeas fuera de la UE; en dólares para los demás.

respuesta de estos países fue cambiar de dirección en el ámbito de la política monetaria y cambiaria, financiera y fiscal.

Las monedas locales parecen cada vez más vulnerables y los gobiernos no pueden —por razones de costo u otros motivos— tomar préstamos en los mercados financieros para financiar el déficit presupuestario. Sin embargo, la adhesión a la UE brinda ciertas ventajas durante la crisis. Una de ellas es el apoyo que la UE les presta a las balanzas de pagos; otra son los acuerdos de recompra establecidos por el Banco Central Europeo con algunos de los nuevos miembros. Hungría, Letonia y Rumania les solicitaron respaldo financiero a la Unión Europea y al FMI; Polonia, por su parte, solicitó acceso a la Línea de Crédito Flexible del FMI, un nuevo servicio pensado para las economías con una sólida trayectoria económica.

### Mayor fortaleza y agilidad

Cabe preguntarse si los nuevos miembros de la UE saldrán de la crisis más fuertes que antes. En ciertos aspectos, sus economías son más flexibles que las de los países avanzados de Europa y eso quizá les permita adaptarse con más facilidad.

La crisis resaltó la importancia de tener políticas sólidas, y la adopción de marcos a nivel de la UE parece haber contribuido a la solidez de las políticas macroeconómicas y estructurales. La diferencia se nota más en el ámbito de las políticas macroeconómicas, ya que los criterios de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento sirven de anclas de la política monetaria y fiscal.

La agenda de Lisboa —la estrategia de la UE para promover el crecimiento y el empleo— también parece haber tenido cierto impacto en los nuevos Estados miembros. Los miembros más pequeños de la UE y los que exhiben mejor desempeño fiscal son los que más avanzaron hacia la reforma estructural. Comparadas con sus vecinos avanzados, en las economías emergentes de Europa la protección laboral es menos restrictiva, los sueldos mínimos más bajos, las negociaciones colectivas menos centralizadas y las prestaciones por desempleo menos generosas.

Aun así, la disparidad de resultados entre un nuevo miembro y otro muestra lo críticas que son las políticas internas para el desempeño económico. La crisis amplificó las percepciones del mercado en cuanto a las diferencias entre países y condujo a una revaloración de los riesgos de cada uno, reflejada en una dispersión más amplia de los diferenciales soberanos.

La salud financiera de los nuevos miembros de la UE es desigual. Sus sistemas bancarios por el momento resisten bien, sin quiebras sistémicas ni pérdidas generalizadas de confianza de los depositantes. Pero las perspectivas no son alentadoras. Las moras crediticias seguramente aumentarán a medida que las monedas locales se desvaloren y las economías se contraigan. Los bancos tendrán que recortar el crédito porque no constituyeron reservas para las malas épocas. Los hogares no podrán obtener préstamos de los bancos justo en el momento en que los precios de la vivienda están en retroceso y las dificultades económicas están comprimiendo los ingresos. El consumo de los hogares, que promedia 60% del PIB, sin duda se resentirá.

¿Qué hacer? La crisis gira en torno al sector bancario, y en él radica la clave de la recuperación.

- Es necesario respaldar el crédito, por ejemplo a través de una recapitalización anticipada de los bancos viables. Como en su mayoría se trata de instituciones extranjeras, sería inútil intentar una recapitalización sin la cooperación estrecha de los supervisores de las casas matrices.

- Hay margen sustancial para imprimirle más eficacia a la supervisión financiera nacional al amparo de marcos ya vigentes. Por ejemplo, se podrían imponer requisitos de capitalización más estrictos a los bancos más débiles de acuerdo con los principios de Basilea II y adoptar políticas preventivas de constitución de reservas para pérdidas crediticias.

- Los nuevos miembros de la UE deben defender los avances logrados en sus marcos de política financiera y afianzarlos estrechando la cooperación transfronteriza entre bancos centrales, supervisores y ministerios de Hacienda.

- Se deben intensificar las reformas estructurales para impedir que caigan la productividad y el crecimiento a largo plazo. El fortalecimiento de las instituciones a cargo de las políticas terminará reduciendo las vulnerabilidades derivadas de una mayor integración financiera.

Por todas estas razones, es fundamental la cooperación estrecha entre las economías emergentes y avanzadas de Europa. La crisis representa una oportunidad para consolidar los vínculos políticos, económicos y financieros de la región. Pero aunque los sólidos marcos de la UE pueden servir de valiosos puntales, las políticas que adopte cada país serán, en última instancia, lo que determine con cuánta celeridad las economías emergentes de Europa podrán dejar atrás la crisis más grave desde la Gran Depresión. ■

*Martin Čihák y Srobona Mitra son, respectivamente, Economista Principal y Economista del Departamento de Europa del FMI.*

#### Referencia:

Čihák, Martin y Wim Fonteyne, 2009, "Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States", IMF Working Paper 09/68 (Washington: Fondo Monetario Internacional).





Torre Spasskaya del Kremlin, Moscú.

# Historia de dos crisis

*Erik Berglöf, Alexander Plekhanov y Alan Rousso*

**E**L REVÉS que ha sufrido Rusia es notable. Justo antes de que la crisis financiera mundial golpeará el país con toda su fuerza a finales de 2008, Rusia parecía invencible. Casi 10 años de un rendimiento económico impresionante, una gestión macroeconómica prudente, un superávit fiscal y de cuenta corriente, la tercera mayor reserva de divisas del mundo y una creciente clase media eran tan solo algunos de sus logros.

Pero la situación ha cambiado drásticamente. Una brusca reducción de la producción en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009, la situación prácticamente de quiebra de algunos grandes bancos y las dificultades de destacados grupos industriales, junto con un aumento alarmante del desempleo, han puesto las cosas bajo una perspectiva completamente nueva. Y a ello se suma el hecho de que casi una tercera parte de las reservas del país, utili-

zadas principalmente para sostener al rublo en su caída gradual, se han evaporado.

## **Déjà vu**

Los violentos vaivenes del mercado y del rendimiento económico, y otras características de la crisis actual, son extraños recordatorios del colapso financiero de 1998. Entre 1995 y principios de 1998, numerosos y respetados analistas occidentales consideraban a Rusia un gran éxito mundial. Según estos analistas, gracias a los esfuerzos anticipados del primer equipo reformista del Presidente Boris Yeltsin y del Primer Ministro en funciones Yegor Gaidar, Rusia se había convertido en una economía de mercado en menos de cinco años.

En aquel entonces, al igual que en 2008, Moscú tenía la aureola de una ciudad en crecimiento espectacular, a la que acudían en masa jóvenes profesionales a hacer fortuna. El

**Rusia sigue siendo una economía que depende de los recursos naturales y que debe diversificarse siguiendo criterios de mercado**

mercado bursátil, aunque pequeño y sin liquidez, era uno de los de mayor rendimiento del mundo, y se estaba formando una clase media. Rusia se consideraba demasiado grande e importante (y demasiado nuclear) para fracasar, y el miedo a que se contagiara de la crisis asiática, que se estaba extendiendo por los mercados emergentes en la segunda mitad de 1997 y a principios de 1998, se creía infundado. Ya conocemos el resto de la historia. En agosto de 1998 llegaron la cesación de pagos, la devaluación y la desesperación.

¿Qué se puede aprender de estas dos crisis, que ocurrieron con una diferencia casi exacta de 10 años? Rusia ha avanzado en muchos aspectos desde la última gran crisis que sufrió. Lo que podemos conseguir al mirar hacia atrás, a los sucesos de 1998, es un cierto consuelo al saber que Rusia es hoy más fuerte de lo que era entonces. Pero también existe cierto temor: esta vez, el rebote de la economía puede ser menos inmediato y profundo.

Lo que observaremos con toda seguridad es que Rusia no ha hecho lo suficiente para vacunarse contra las crisis recurrentes que se derivan, en gran medida, de las fuertes caídas del precio del petróleo. Rusia sigue siendo una economía que depende de los recursos naturales y que debe adoptar medidas importantes para diversificarse siguiendo criterios de mercado.

### La continua importancia del petróleo

Ambas crisis se debieron principalmente a fuertes caídas en el precio del petróleo, la principal variable externa de la economía rusa, cuya diversificación más allá del petróleo, el gas y otras materias primas sigue suponiendo uno de los principales desafíos a largo plazo.

Antes de la crisis de 1998, el petróleo y el gas suponían casi la mitad de los ingresos de las exportaciones de Rusia y, directamente, una quinta parte de los ingresos del gobierno federal. Llegado 2008, el petróleo y el gas originaban el 68% de los ingresos de las exportaciones, y los recursos naturales representaban directamente la mitad del presupuesto del gobierno federal. Las industrias de extracción representaban más del 10% del valor agregado total y su contribución real al PIB era muy superior, ya que aproximadamente el 60% de la producción industrial se concentraba en sectores estrechamente relacionados, como el refinado de petróleo y la producción

de metales y fertilizantes. Las estimaciones aproximadas indican que la participación directa global de los recursos naturales y los sectores relacionados en el valor agregado total de la economía en realidad aumentó de aproximadamente el 15% en 1997 a alrededor del 20% en 2007. Además, una parte importante del valor agregado de los servicios se debe al comercio de recursos naturales y al transbordo de petróleo, gas y minerales.

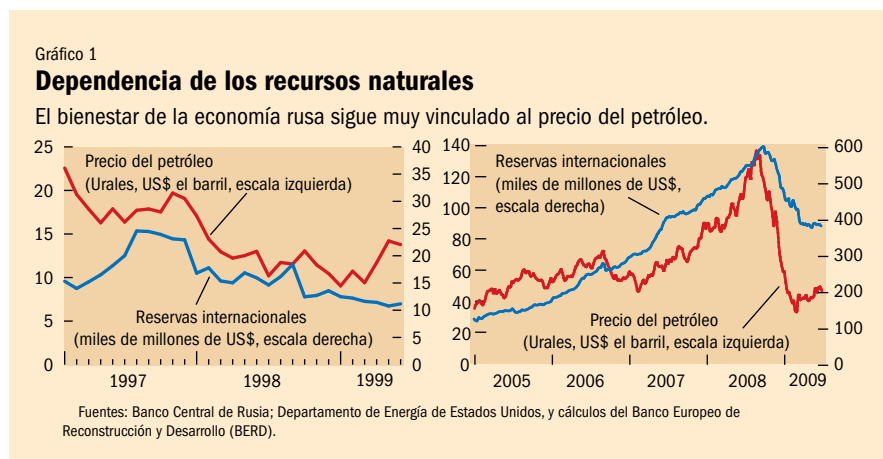
Dado que en la actualidad Rusia depende aún más de los recursos naturales que en 1998, ¿cómo afecta a su economía el derrumbe del precio del petróleo? Después de la crisis asiática, el precio del petróleo de los Urales cayó desde US\$23 el barril a principios de 1997 hasta menos de US\$9 a mediados de junio de 1998, un descenso superior al 60%. El nivel de precios actual del petróleo está lejos de los mínimos históricos: es casi tres veces más alto en términos reales que a mediados de 1998 y comparable al de principios de 2005, cuando la economía rusa crecía rápidamente a un ritmo del 7% anual y acumulaba reservas de divisas (gráfico 1). Pero esta vez el ajuste del precio en términos relativos ha sido aún más rápido y marcado: el precio del barril de petróleo de los Urales cayó desde un máximo de US\$138 en agosto de 2008 hasta un promedio de US\$44 en los primeros cuatro meses de 2009, un descenso de casi el 70%.

### El denominador común

La importancia del petróleo para la economía es un denominador común de las crisis de 1998 y 2008. Otra similitud es que tanto el sector real como el sector financiero y las finanzas públicas se vieron gravemente afectados. Sin embargo, las condiciones iniciales de estos tres sectores, sus vínculos y la secuencia de eventos que llevaron a la crisis en 1998 y a la desaceleración en 2008 difieren sustancialmente.

*La economía real.* Rusia sufrió una recesión incluso antes de que se desencadenara la crisis de 1998. Aunque la economía de Moscú había vuelto a crecer rápidamente a mediados de 1997, se estima que, en ese año, la producción se había contraído en 43 de las 79 regiones. Por el contrario, el crecimiento en la última década fue rápido, sólido y con una distribución geográfica amplia. En el primer semestre de 2008, la producción creció a un ritmo anual del 8,2%, y entre 1999 y 2008 había aumentado 82%. Según numerosas interpretaciones, la economía se estaba recalentando.

En 1998, los problemas del sector real comenzaron mucho antes de que la cesación de pagos de agosto golpeará el sistema financiero y desencadenara una grave depreciación del rublo. No hay datos oficiales desestacionalizados, pero los cálculos aproximados indican que la producción se contrajo fuertemente en los tres primeros trimestres de 1998, y que posteriormente arrancó una fuerte recuperación casi justo después de la crisis financiera (gráfico 2). En términos simplificados, la caída de los precios del petróleo agravó la difícil situación de la economía real con



un fuerte impacto en las finanzas públicas, subsanado temporalmente mediante la emisión de deuda a corto plazo (en títulos conocidos por la sigla GKO) a tasas de interés muy altas, que atrajo a numerosos inversionistas no residentes e instituciones financieras residentes. El colapso del mercado de GKO desencadenó la crisis financiera y una fuerte depreciación del rublo.

A diferencia de 1998, cuando el malestar del sector real se extendió gradualmente a las finanzas públicas y al sistema bancario, en 2008 los tres sectores de la economía se vieron afectados simultáneamente. El dinámico sector real se vio doblemente golpeado por una fuerte caída en los precios de las materias primas y una reducción pronunciada de la demanda mundial de productos manufacturados, incluidos productos del acero elaborados y semielaborados. Los mercados de préstamos sindicados se paralizaron, dificultando muchísimo la refinanciación de obligaciones externas para algunos prestatarios del sector privado e imposibilitándosela a otros. Numerosas carteras de inversión abandonaron Rusia —y los mercados emergentes en general— y el financiamiento para el comercio empezó a agotarse. Los ingresos fiscales se redujeron fuertemente: en los meses de enero y febrero, las entradas interanuales del gobierno general se redujeron un 9% en términos nominales, una reducción de casi el 20% en términos reales.

**Finanzas públicas.** En 1998, el malestar en el sector real se adelantó a la crisis financiera y, una vez superada la crisis, la influencia del sector bancario y de las finanzas públicas en la economía real era poco significativa. Los ingresos del gobierno general (incluidas las partidas extrapresupuestarias) representaron solo el 27% del PIB en 1997, del cual los correspondientes al gobierno federal eran menos de la mitad. Por tanto, el margen para el estímulo fiscal era limitado.

Para 2008, el papel del gobierno en la economía había aumentado drásticamente. Los ingresos del gobierno general totalizaron el 39% del PIB, del cual el gobierno federal representaba el 58%. En 2004, Rusia creó el Fondo de Estabilización del Petróleo, que posteriormente se dividió en el Fondo de Reserva y el Fondo Nacional de Inversión, para reservar parte de los ingresos procedentes del petróleo. A principios de 2009, este fondo había acumulado US\$225.000 millones, el 17% del PIB, y gran parte de la deuda pública externa se había pagado. A pesar del fuerte descenso de los ingresos fiscales, el gobierno tiene un margen para el estímulo fiscal muy superior al que tenía en 1998.

**Sector financiero.** Mientras que en 1998 el sector financiero había invertido fuertemente en GKO, el crédito al sector privado representaba solo el 9% del PIB, con una relación de préstamos frente a depósitos del 76%. El crédito al consumidor era casi inexistente y la financiación de proyectos a plazos superiores a un año representaba menos del 2,5% del PIB. En estas circunstancias, el colapso del sistema bancario tuvo un impacto limitado en el sector real. De hecho, la crisis contribuyó a cambiar la orientación del modelo bancario hacia empresas y consumidores.

Sin embargo, a mediados de 2008 el crédito nacional al sector privado había alcanzado el 42% del PIB, del que aproximadamente una cuarta parte se concedió a los consumidores. Con una relación de préstamos frente a depósitos en torno al

150%, una parte importante de la cartera de préstamos estaba en realidad financiada mediante préstamos externos de los bancos (US\$200.000 millones a finales de septiembre de 2008), en gran medida en forma de préstamos sindicados o líneas de crédito de bancos matrices. Las grandes empresas acudieron también activamente a los mercados financieros internacionales y acumularon aproximadamente US\$300.000 millones de deuda externa.

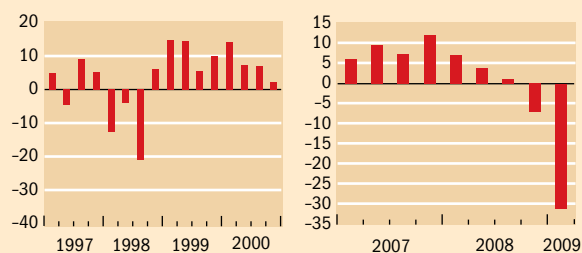
Entre el final de 2000 y el tercer trimestre de 2008, las carteras de préstamos de los bancos crecieron a un ritmo anualizado promedio superior al 50%, casi tan rápido como en Ucrania, donde la proporción de crédito al sector privado en relación al PIB alcanzó el 63% y donde el sistema bancario ya afronta graves dificultades. En este sentido, la relativamente modesta proporción de crédito en relación al PIB de Rusia es en cierta forma engañosa, ya que refleja el crecimiento inusitadamente elevado del PIB nominal, que se multiplicó por ocho en términos de dólares entre 1999 y 2008 debido al rápido aumento del precio de las materias primas.

Gráfico 2

### Anatomía de una crisis

La economía rusa se recuperó rápidamente en 1999. Queda por ver si ocurrirá lo mismo en 2009.

(PIB intertrimestral, estacionalizado, anualizado, porcentaje)



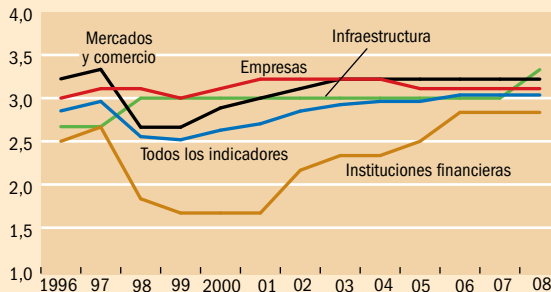
Fuentes: Rosstat; autoridades rusas, y estimaciones del BERD.

Gráfico 3

### La transformación de la economía

Algunas reformas se detuvieron tras la crisis de 1998.

(Indicadores de transición, 1996–2008, mín=1; máx=4,33)



Fuente: Indicadores de transición del BERD.

Nota: El BERD analiza las reformas en los países en transición en varias dimensiones (reestructuración empresarial, mercados y comercio, infraestructura e instituciones financieras) y elabora los índices respectivos de las reformas en una escala de 1 a 4+, en la que los valores más altos corresponden a reformas más profundas.

Los índices de crecimiento del crédito tan elevados dificultaban tanto a bancos como a supervisores la tarea de asegurar la aplicación de procedimientos y modelos de gestión del riesgo adecuados. La liquidez aportada por el banco central puede permitir temporalmente a los bancos refinanciar préstamos problemáticos, pero en última instancia la calidad básica de los activos dependerá del estado de la economía real. Por tanto, es importante desarrollar planes de contingencia para recapitalizar y reestructurar el sistema bancario.

Los esfuerzos para reforzar un sistema bancario actualmente mucho mayor se han centrado hasta ahora en la provisión de la liquidez muy necesaria, ya que los bancos se han visto excluidos en gran medida de los mercados internacionales. Además, en septiembre de 2008, un gran número de bancos, en particular bancos medianos y regionales, tuvieron que hacer frente a la retirada de depósitos de clientes corporativos y minoristas. Las autoridades respondieron ampliando la garantía de los depósitos e inyectando liquidez a gran escala mediante préstamos con y sin garantía a los bancos.

El aspecto positivo es que la denominación de la deuda en moneda extranjera no ha supuesto un gran problema para Rusia. Solo el 25% de los préstamos nacionales a empresas y aproximadamente una novena parte de los préstamos al consumidor se denominaron en moneda extranjera, una proporción muy inferior a la de la mayoría de los demás mercados emergentes de Europa. Esto contrasta con la situación en julio de 1998, cuando el coeficiente de dolarización era del 42%.

Por tanto, la reciente depreciación del rublo no ha tenido un fuerte impacto negativo inmediato en la calidad de los balances de las empresas medianas ni en las carteras de préstamos de los bancos. Al mismo tiempo, ante la gravedad de la ralentización económica y el rapidísimo crecimiento del sistema bancario, es posible que la incidencia de los préstamos en mora aumente velozmente en el futuro.

### **Tiempos distintos, respuestas distintas**

Las distintas circunstancias explican, en parte, otra diferencia importante entre 1998 y 2008: la respuesta de las políticas. En 1998, Rusia carecía de recursos, y probablemente de voluntad política, para responder a la crisis. De hecho, lo más importante entonces fue lo que el gobierno no hizo, es decir, intentar facilitar la salida de la crisis cuantitativamente. El gobierno y, en cierto modo sorprendentemente, el gobernador del banco central, Viktor Gerashchenko, resistieron la presión de muchos interesados en imprimir dinero, y la economía real se recuperó rápidamente.

Esta vez, la naturaleza de la crisis es esencialmente distinta, tiene su origen fuera de Rusia y los recursos del gobierno son mucho mayores. La respuesta de las autoridades también ha tenido mucha más fuerza, tanto en términos monetarios como fiscales.

El presupuesto para 2009 revisado prevé un estímulo fiscal sustancial, y se espera que el déficit presupuestario federal alcance hasta el 8% del PIB en 2009, probablemente seguido de un déficit del PIB del 5%–6%, financiado principalmente con reservas fiscales acumuladas. El gasto discrecional adicional del 4,1% del PIB combina un programa del lado de la demanda de

aproximadamente el 2% del PIB, dedicado en su mayor parte al gasto social, un programa del lado de la oferta de hasta el 1,3% del PIB, dedicado a apoyar a determinadas empresas e industrias, y un programa para los bancos de aproximadamente el 0,8% del PIB.

La crisis de 1998 conllevó ciertos retrocesos en las reformas estructurales, principalmente en el sector financiero, pero también en términos de libre mercado, integración del comercio y privatización y reestructuración de empresas (gráfico 3). Pero posiblemente la crisis también originó varias iniciativas de reforma estructural a mediano plazo, entre las que se incluyeron la reestructuración del sector eléctrico, la reforma tributaria, la introducción de la garantía de depósitos y la reforma de las pensiones.

Es demasiado pronto para evaluar el impacto de la crisis actual en el plan de reformas. El aumento del desempleo (estimado en el 9,5% en febrero de 2009), la caída de la renta, la elevada inflación (13% anualizada), la debilidad de la demanda de productos manufacturados y la disminución de las necesidades imperiosas de infraestructura a corto plazo pueden suponer una tentación política para adoptar medidas administrativas como el control de precios y aranceles, barreras al comercio y subsidios específicos a empresas en dificultades. Algunas de ellas ya se han probado a pequeña escala. Por ejemplo, los aranceles a la importación de vehículos usados aumentaron recientemente.

### **¿Cómo evolucionará el proceso?**

Al igual que en 1998, el ritmo de recuperación de la crisis actual dependerá de factores externos, principalmente de la recuperación mundial, la trayectoria de los precios del petróleo y el costo del capital en los mercados internacionales, dada la enorme necesidad de inversión de Rusia en su sector industrial y en infraestructura.

Pero mucho más que en 1998, el ritmo de la recuperación también depende de la respuesta de las políticas, dados el papel más predominante del gobierno y la fuerza considerablemente mayor de los vínculos entre el sistema financiero y la economía real.

A diferencia de la situación de hace 10 años, el gobierno ahora dispone de fondos suficientes para aplicar estímulos fiscales considerables del lado de la demanda y para proporcionar transferencias sociales específicas a aquellos que han sido golpeados por la crisis con especial dureza. Sin embargo, la asignación del gasto público de manera productiva y que estimule la demanda agregada sin crear nuevos cuellos de botella sigue siendo un desafío en Rusia. En particular, la capacidad del gobierno para gestionar grandes programas de infraestructuras sigue siendo limitada. Como el papel del sector financiero en la economía rusa es en la actualidad mucho más prominente, en comparación con la década de 1990, los costos potenciales de un colapso del sistema bancario para la economía real podrían ser muy altos, al igual que el costo de políticas fiscales equivocadas. El gobierno de Rusia deberá moverse con prudencia en los próximos meses. ■

*Erik Berglöf es Economista Jefe, Alan Rousso es Director de Estrategia y Análisis y Alexander Plekhanov es Economista del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.*

# Prueba de tensión para el euro

Los países que se sientan tentados de abandonar la moneda europea deberán hacer frente a enormes obstáculos

Barry Eichengreen

LA ACTUAL crisis crediticia es el shock económico más grave de la economía mundial en 80 años e, indudablemente, es también el problema más serio al que se haya enfrentado la zona del euro en sus primeros diez años de existencia. Ese es precisamente el tipo de “shock asimétrico” que mencionaron los primeros euroescépticos y que la teoría de las zonas monetarias óptimas ha puesto de relieve.

Aunque los precios de la vivienda han caído en todos los países de la zona del euro, la bajada ha sido más pronunciada en unos que en otros (gráfico 1). Si bien la crisis ha supuesto grandes pérdidas para los bancos en toda la zona —en muchos casos, por sus inversiones relacionadas con la vivienda— las pérdidas han sido mayores en algunos países que en otros. El desempleo ha aumentado en toda la zona del euro a raíz de la crisis, pero el aumento ha sido mayor en algunos países que en otros. Por lo tanto, las presiones deflacionarias, efectivas o potenciales, son mayores en algunos países de esta zona que en otros. Las tensiones sobre las finanzas públicas también son mayores en algunos países de la zona del euro, tal como se refleja en la ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos y los *swaps* de riesgo de incumplimiento de crédito (gráfico 2).

En estas circunstancias, cabría suponer que diferentes países de la zona del euro preferirían adoptar diferentes respuestas de política monetaria. Sin embargo, los miembros de esta zona están sujetos a una política única para todos, en consonancia con la naturaleza intrínseca de una unión monetaria. Esta tensión ha reactivado el debate iniciado antes de 1999 sobre si la unión monetaria es buena para Europa. También ha alimentado los rumores y la especulación sobre la posibilidad de que uno o más países de esta zona decidan ahora abandonar el euro. En este artículo se consideran las repercusiones que podría tener esta decisión que si bien es arriesgada, costosa y complicada, no es inconcebible.

## La tentación existe

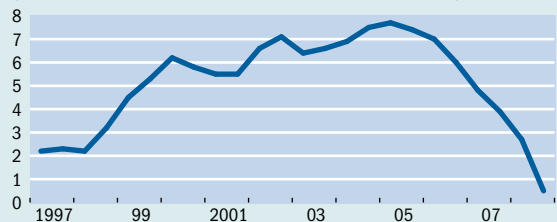
Desde abril de 2008, en el mercado electrónico de predicciones Intrade puede negociarse un contrato que paga un cierto monto si un país de la zona del euro anuncia su intención de

Gráfico 1

### Vecindario equivocado

Aunque los precios de la vivienda han caído en todos los países de la zona del euro, la bajada ha sido más pronunciada en unos que en otros.

(Precios de la vivienda residencial en la zona del euro, variación porcentual anual)



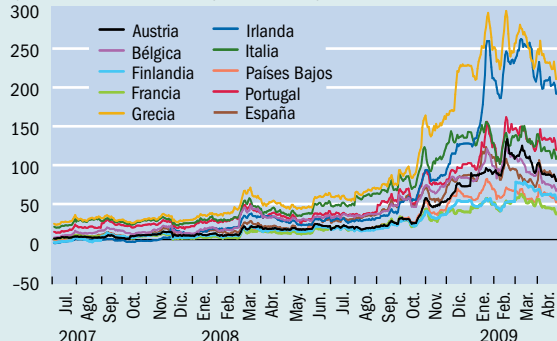
Fuente: Cálculos del Banco Central Europeo basados en datos nacionales semestrales.  
Nota: Agregado de los precios de la vivienda residencial en la zona del euro calculado a partir de las series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona del euro para todo el período.

Gráfico 2

### Puntos de presión

La ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos de algunos países de la zona del euro refleja mayores tensiones sobre sus finanzas públicas.

(Diferenciales soberanos, en puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los diferenciales se calculan sobre los bonos a diez años tomando como referencia a Alemania.

abandonar la moneda antes del 31 de diciembre de 2010 o en esa fecha. Al 15 de abril, el precio de este contrato implicaba una probabilidad del 20% —en un mercado, hay que reconocerlo, poco desarrollado— de que esto ocurra (gráfico 3).

No cabe duda de que la tentación existe. Los gobiernos de los países en los que la demanda interna está ahora en su nivel más bajo pueden estar pensando que si aún tuvieran una moneda nacional, podrían dejar que esta se depreciara o incluso la empujarían a la baja para alentar las exportaciones. Los países preocupados por subastas de bonos públicos que resultaron un fracaso, pueden imaginarse que, si aún tuvieran un banco central nacional autónomo, este podría convertirse en un comprador de última instancia de bonos soberanos.

No obstante, para cada uno de estos argumentos a favor de la reintroducción de la moneda nacional, hay un argumento en contra. El aumento de la competitividad derivado de la depreciación de la moneda será temporal, pero muchos de los costos, tanto económicos como políticos, serán permanentes. Entre otras cosas, la depreciación de la moneda intensificaría las tensiones dentro de la Unión Europea. Los socios del país que tomara esta decisión considerarían, justificadamente, que este país está exportando no solo sus mercancías sino también sus problemas, como lo prueba la reacción de los demás países de la UE a la caída de la libra esterlina frente al euro. A nivel más general, la actual desaceleración, como todas las anteriores, ha intensificado la presión para que los gobiernos respalden a los productores nacionales en dificultades mediante préstamos concesionarios y otros subsidios. Esto pone en peligro el principal logro económico de Europa: la creación de un verdadero mercado único en el que los productores de los diferentes países de la UE compiten en las mismas condiciones.

### Obligaciones del tratado

Además, un país que abandonara unilateralmente el euro para conseguir una ventaja competitiva pondría en peligro su condición de miembro de la UE pues no sería bienvenido a los debates en los que se analizan las políticas de la UE. El Tratado de

Lisboa (que aún no ha sido ratificado) contiene una cláusula según la cual un país puede abandonar la UE. Sin embargo, no existe una cláusula sobre la posibilidad de abandonar el euro. Esto implica que para abandonar el euro, el país también debería retirarse de la UE. Nada impide esto en principio, pero dada la gran importancia que los europeos atribuyen a la unión, ningún país tomaría esta decisión a la ligera.

Tampoco está claro si la reintroducción de la moneda nacional facilitaría realmente la gestión de las finanzas públicas para un gobierno de la zona del euro. Hallerberg y Wolff (2006) muestran que los diferenciales de los bonos soberanos (las tasas de interés de los bonos públicos a 10 años en relación con las correspondientes tasas alemanas) aumentan más rápidamente al incrementarse el déficit presupuestario y la razón deuda pública/PIB en los países europeos que no pertenecen a la zona del euro. Eichengreen (2007) también observa un mayor grado de sensibilidad en las calificaciones del crédito soberano de estos países.

## Los principales casos de abandono de una unión monetaria corresponden a países relativamente cerrados a los flujos comerciales y financieros.

Obviamente, tanto los inversionistas como las agencias de calificación crediticia tienen la tranquilidad de saber que la ejecución de la política fiscal en la zona del euro está sujeta a la supervisión mutua y las sanciones previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y que el Banco Central Europeo (BCE) —a diferencia de los bancos centrales nacionales— opera conforme a una política opuesta a las operaciones de rescate que le prohíbe comprar bonos directamente de los gobiernos.

Por lo tanto, aunque la deuda y los déficits aumenten a corto plazo, los inversionistas tienen motivos para creer que no se permitirá que persista esta tendencia, lo que hace menos probable que los diferenciales aumenten excesivamente. Es posible que la reintroducción de la moneda nacional y la desvinculación del banco central nacional del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE faciliten el financiamiento del déficit a corto plazo durante una crisis, pero a cambio les resultará más caro obtener financiamiento en el mercado.

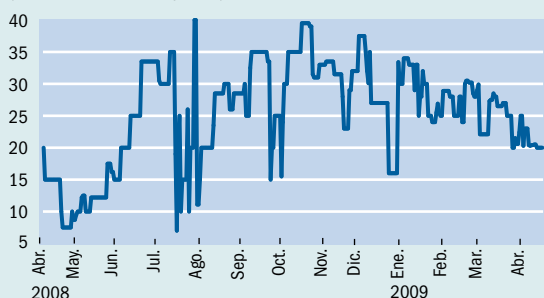
No está claro si la primera consideración (más flexibilidad a corto plazo) será más importante que la segunda (mayores costos a largo plazo) en los cálculos de las autoridades económicas. Algunos han señalado que si un país de la zona del euro con altos niveles de deuda se ve obligado, debido a la crisis, a incumplir en el pago de su deuda, este país abandonará la zona para que el gobierno pueda recurrir al financiamiento monetario. Pero en la medida en que el objetivo del gobierno no sea solamente financiar sus gastos inmediatos sino también normalizar sus relaciones financieras y resta-

Gráfico 3

### Quédesse con el cambio

Según el mercado electrónico de predicciones, existe una probabilidad del 20% de que un país de la zona del euro abandone la moneda común antes de finales de 2010.

(Precio del contrato, en puntos)



Fuente: [www.intrade.com](http://www.intrade.com)

blecer su solvencia crediticia, esta conclusión no es evidente. Abandonar el euro solo empeoraría el problema.

Si aún a pesar de todo esto persiste la tentación de abandonar la zona del euro, sería casi imposible superar las barreras técnicas para hacerlo. El parlamento o el congreso podrían aprobar fácilmente una ley exigiendo al Estado y a otros empleadores que paguen a los trabajadores y pensionistas en la nueva moneda nacional. Pero si los salarios y otros ingresos estuvieran redenominados en esa nueva moneda, también habría que redenominar las hipotecas y las deudas de las tarjetas de crédito de los residentes. De lo contrario, la depreciación cambiaría tendría efectos negativos sobre los balances de los hogares, lo que daría lugar a tensiones financieras y quiebras.

Pero al redenominar las hipotecas y otros activos bancarios, se haría necesario redenominar los depósitos y otras partidas de los balances de los bancos para no desestabilizar el sector financiero. Si se redenominaran los ingresos públicos en la moneda nacional, habría que redenominar no solo los salarios y pensiones del sector público, sino también otros pasivos del gobierno, especialmente la deuda pública, para evitar efectos sobre el balance que afectaran a las finanzas públicas.

### Acto de incumplimiento

Desde el punto de vista técnico, nada impide que el poder legislativo nacional apruebe una ley que exija a los bancos y empresas nacionales, a los hogares y a los gobiernos redenominar sus contratos en moneda nacional. Los inversionistas nacionales están sujetos a la ley interna, que las autoridades nacionales pertinentes pueden modificar, pero los activos de inversionistas extranjeros son otra cuestión. Las disposiciones relativas a la "continuidad de un contrato" implican que los extranjeros podrían exigir el pago en euros, y cabe suponer que emprenderían un proceso judicial para exigirlo. La redenominación de la deuda pública de manera unilateral sería, desde el punto de vista técnico, un acto de incumplimiento y, por lo tanto, abandonar la zona del euro no lograría el propósito de evitar un incumplimiento del pago de la deuda. Si el gobierno decidiera de todas formas redenominar sus títulos de crédito, podría restringirse indefinidamente su acceso a los mercados financieros internacionales. Si no lo hiciera, la depreciación de la moneda nacional frente al euro perjudicaría gravemente el balance del sector público porque aumentaría el valor de la deuda externa en moneda nacional.

De todas formas, en una democracia la decisión de reintroducir la moneda nacional con el fin de depreciar esa unidad frente al euro requeriría un debate parlamentario. Los participantes en el mercado, al corriente de esas deliberaciones, tendrían todos los incentivos para actuar y, al prever una redenominación de sus depósitos internos en la moneda nacional, los trasladarían a otros bancos de la zona del euro.

Se agregaría a esto, indudablemente, un pánico en todo el sistema bancario. Los inversionistas que previeran la redenominación en moneda nacional de los títulos de crédito emitidos por el gobierno los sustituirían por títulos frente a otros gobiernos, provocando una crisis en los mercados de bonos. Si el factor desencadenante de la crisis fuera el debate parlamentario sobre la retirada de la zona del euro, es poco probable que el BCE ofreciera asistencia como prestamista

de última instancia. Además, si el gobierno se encontrara en una situación fiscal poco sólida, no podría obtener financiamiento para rescatar a los bancos y recomprar su deuda.

Como he señalado en otros estudios, se produciría la mayor de las crisis financieras. ¿Qué gobierno sensato estaría dispuesto a correr este riesgo? ¿Qué gobierno responsable consideraría esta posibilidad?

## Un país que abandonara unilateralmente el euro para conseguir una ventaja competitiva pondría en peligro su condición de miembro de la UE.

Resulta revelador observar que los principales casos en que los miembros de una unión monetaria la han abandonado corresponden a países relativamente cerrados a los flujos comerciales y financieros y con sistemas bancarios y financieros poco desarrollados o muy estrechamente regulados, de modo que el margen para la fuga de capitales durante el período de deliberación y preparación es limitado. La disolución de la unión monetaria de la República Checa y la República Eslovaca y de la zona del rublo son dos ejemplos claros. El hecho de que el sistema financiero estuviera poco desarrollado, que los controles cambiarios siguieran vigentes y que la economía se encontrara en las primeras etapas de la apertura al exterior permitió avanzar en las deliberaciones sin provocar el derrumbe del sistema.

A nivel más general, en los estudios de Nitsch (2004) sobre un amplio número de casos se observa que las economías más abiertas son las que tienen menos probabilidades de abandonar las uniones monetarias. Obviamente, la excepcional apertura comercial y financiera de los miembros de la UE los sitúa claramente en este grupo.

¿No es concebible entonces que un Estado miembro pueda abandonar la zona del euro? Si algo puede desprenderse de los acontecimientos económicos ocurridos en el último año es que muchos de los acontecimientos que considerábamos inconcebibles no lo son. Pero, aunque no sea inconcebible, podemos decir con seguridad que es muy poco probable que un país abandone la zona del euro. ■

*Barry Eichengreen es Profesor de la Cátedra George C. Pardee y Helen N. Pardee de Economía y Ciencias Políticas de la Universidad de California, Berkeley.*

### Referencias:

- Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area", NBER Working Paper 13393 (septiembre).
- Hallerberg, Mark, y Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia", Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Fráncfort).
- Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?", CESifo Working Paper 1113 (enero).

# ¿Está el euro en su mejor momento?

Charles Wyplosz

**El euro ha demostrado ser un refugio seguro para los países que tuvieron la suerte de entrar a tiempo en este exclusivo club**

**H**ACE UN par de años, cuando nos preparábamos para celebrar el décimo aniversario del euro, muchos señalaron que la nueva moneda todavía no se había enfrentado a ningún desafío importante. ¡Quién se lo iba a imaginar! La crisis financiera —y ahora económica— ha presentado un gran número de desafíos a la zona del euro. En Europa, muchos consideran que el impacto que ha tenido la adopción de una moneda única ha quedado claramente demostrado y que el euro se encuentra ahora en plena ascensión. Estoy de acuerdo con lo primero pero dudo seriamente de lo segundo.

La moneda única se creó fundamentalmente para evitar ataques especulativos contra los tipos de cambio porque las fluctuaciones cambiarias fuertes son perjudiciales para el mercado único de bienes y servicios de la Unión Europea. Así que la decisión de adoptar el euro se tomó en el momento en que se liberalizaron los movimientos de capitales (Baldwin y Wyplosz, 2009).

La principal enseñanza de la crisis es que este objetivo se ha logrado. La corona sueca y la libra esterlina se han depreciado fuertemente. Casi todas las monedas de Europa central y oriental han sido muy volátiles. Algunos de estos países han solicitado apoyo al FMI, y les queda mucho camino por recorrer para salir de la crisis. En cambio, algunas economías avanzadas de Europa, como Austria, Grecia e Irlanda, atraviesan momentos extremadamente difíciles debido a las tensiones bancarias o a la precaria situación de las finanzas públicas, o a ambas cosas. Pero no deben preocuparse por sus monedas, porque no las tienen. El euro funciona, lo que no es poco en los tiempos que corren.

### ¿Es un refugio seguro?

Y, sin embargo, el euro no ha protegido totalmente a algunos países de las presiones especulativas, que se han traducido en amplios diferenciales de los bonos públicos. En crisis anteriores,

los diferenciales se ampliaron considerablemente cuando surgieron presiones sobre los tipos de cambio que, en muchos casos, dieron lugar a depreciaciones o devaluaciones. Muchos analistas interpretaron los diferenciales en términos del principio de la paridad de las tasas de interés, según el cual estos envían señales de las depreciaciones esperadas (aunque, como es bien sabido, este principio no siempre funciona).

La aparición de los diferenciales dentro de la zona del euro refleja que los mercados creen que el país podría abandonar el euro o que el gobierno podría incumplir total o parcialmente el pago de sus obligaciones de deuda, o ambas cosas. Los medios de comunicación han barajado la posibilidad de que algunos países abandonen la zona del euro, pero la mayoría de los analistas la han descartado porque los costos que ello implicaría para el país que lo hiciera serían mucho mayores que los beneficios, especialmente en medio de una crisis. Por lo tanto, es probable que los diferenciales reflejen primordialmente los riesgos de incumplimiento, que pueden o no justificarse. Lo importante, en este caso, es que se trata de algo perfectamente normal dentro de una zona cambiaria. De hecho, los muy bajos diferenciales observados antes de la crisis se consideraron, en algunos casos, como algo raro, y algunos analistas incluso señalaron que los mercados no se mostraban lo suficientemente sensibles a los altos niveles de deuda pública. Ahora parece que los mercados son demasiado sensibles.

### El europesimismo se convierte en optimismo

Los miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la zona del euro han visto ahora hasta qué punto es importante la moneda única. En Dinamarca, que negoció una cláusula de exención en 1992, la protección ofrecida por el euro durante esta crisis ha tenido un impacto en el país: los daneses, que votaron en dos ocasiones





contra la adopción del euro, podrían abandonar ahora su arraigada oposición al ingreso de su país en la unión monetaria.

Esta cuestión también suscitó un breve debate en el Reino Unido, pero solo ha servido para afianzar la oposición generalizada al euro. En Suecia ocurrió casi lo mismo: los suecos también votaron en contra de la adopción del euro.

Los demás países que ingresaron en la Unión Europea en 2004 aún no han cumplido los criterios de adhesión al euro por muy diversas razones. Al dejarlos fuera del club muchos de estos países se mostraron reacios a ingresar en la unión monetaria, pero la crisis les está llevando a reconsiderar esta decisión. No obstante, deben hacer frente a los mismos criterios rigurosos de admisión, los denominados criterios de Maastricht.

Estos criterios se elaboraron hace casi 20 años en un entorno muy diferente. La inflación se había reducido justo en ese momento —y, en algunos países, de manera apenas apreciable— después de un largo período de inestabilidad de precios. Se consideró que el Banco Central Europeo (BCE) debía establecer rápidamente su credibilidad en la lucha contra la inflación. Esto significó que para ser admitidos en la zona del euro los países tenían que demostrar su firme compromiso con la estabilidad de precios, de ahí las rigurosas condiciones de entrada.

Sin embargo, ahora que el BCE ha logrado un alto grado de credibilidad ante los mercados, esta cautela no es necesaria, si es que lo fue en algún momento. Los gobernadores de los bancos centrales de los nuevos Estados miembros ingresarán en un consejo directivo de bancos centrales que se basa en procedimientos bien establecidos. Dados los riesgos poco significativos de que se admita a un país que se considere que “aún no está

preparado” conforme a ciertos criterios obsoletos y las distorsiones significativas que afectan al mercado único de la Unión Europea debido a las fuertes depreciaciones cambiarias derivadas de la crisis, cabría esperar que los criterios de Maastricht finalmente se pongan a un lado. Quizá no resulte sorprendente que los países que actualmente son miembros de la zona del euro hayan reiterado que deben cumplirse las reglas. El BCE también las está cumpliendo, aunque ha considerado necesario establecer líneas de *swap* con varios bancos centrales que se encuentran bajo presión en Europa central y oriental.

### Un único órgano regulador para un mercado único

Es posible que tampoco se adopte otra enseñanza primordial de la crisis. Desde el principio quedó claro que el funcionamiento de una zona monetaria con tantos órganos de regulación y supervisión como países miembros era una tarea peligrosa (Begg *et al.*, 1998). Durante mucho tiempo, los bancos actuaron primordialmente a nivel nacional, por lo que era menos necesario centralizar la información y estar preparados para desempeñar una función de prestamista internacional de última instancia.

No obstante, si se adopta una moneda única es lógico que el sistema bancario sea cada vez más paneuropeo, y que los bancos operen a nivel internacional y tengan accionistas de muchos países. Y esto es exactamente lo que ha ocurrido, gracias en parte a los esfuerzos de la Comisión Europea. Lamentablemente, dos de estos grandes bancos transnacionales —Fortis y Dexia— quebraron como consecuencia de la crisis financiera, lo que condujo a la adopción de desastrosas medidas de emergencia que tuvieron resultados desastrosos.

Cabe esperar que la crisis ayudará a reducir la resistencia de los países a una regulación y supervisión centralizadas. Para impulsar este proceso, un comité, dirigido por Jacques de Larosière, propuso recientemente la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, con poderes sobre la actuación de los órganos de regulación y supervisión nacionales.

### Reacciones ante la crisis

¿Cómo ha funcionado la gestión de las políticas macroeconómicas en la zona del euro hasta el momento? El BCE hizo frente de manera inmediata y decisiva a las turbulencias en el mercado interbancario derivadas de la crisis financiera inyectando cantidades de liquidez sin precedentes en los mercados. Estableció rápidamente una dicotomía entre sus dos funciones básicas. Para lograr un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, proporcionaría toda la liquidez que fuera necesaria. El suministro de liquidez, sin embargo, no interferiría con la fijación de las tasas de interés, que seguiría estando impulsada por los objetivos de política monetaria o, por lo menos, eso se argumentó.

Los dos objetivos intermedios del BCE —establecer la tasa de referencia y cerrar la brecha entre las tasas interbancarias y las de referencia— se mantuvieron temporalmente desarticulados. La dicotomía tenía lógica, pero solo hasta cierto punto. De hecho, uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria es la tasa de mercado y, por lo tanto, esta es por lo menos tan importante como la tasa de referencia para la política monetaria. La confianza en esta dicotomía ayuda a explicar por qué el BCE se demoró 14 meses en comenzar a reducir su tasa de referencia, y que lo hizo por primera vez en octubre de 2008, después de un último aumento que tuvo lugar a finales de julio de 2008.

El BCE estaba más preocupado por la inflación, que aumentó gradualmente desde 2006, que por el crecimiento y el desempleo. El BCE, junto con la mayoría de los analistas, no previó que la crisis financiera finalmente provocaría una recesión. Dado que la política monetaria opera con grandes rezagos, el BCE debería haber comenzado a reducir la tasa de interés de referencia mucho antes. Por supuesto, ahora nos parece obvio, pero no lo era en ese momento. Aun así, en comparación con algunos de los principales bancos centrales, el BCE se demoró en aplicar una política monetaria más expansiva. Tal vez sea injusto describir la situación de esta forma, pero nos ayuda a explicar en cierta medida por qué algunos países de la UE se muestran reacios a renunciar a su independencia en materia de política monetaria.

La respuesta también fue moderada en el ámbito de la política fiscal, que sigue siendo de la exclusiva potestad de las autoridades nacionales. Muchos gobiernos consideraron que los estabilizadores automáticos serían suficientes para contrarrestar los efectos macroeconómicos de la crisis financiera. Con pocas excepciones, el estímulo fiscal discrecional ha sido bastante moderado.

Esta respuesta fiscal moderada puede atribuirse en parte al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que impone un límite a los déficits presupuestarios. A medida que se ha agudizado la recesión, el pacto se ha ido poniendo discretamente a un lado porque permite cierta flexibilidad en “circunstancias excepcionales”. No obstante, este podría constituir un ancla eficaz para limitar las desviaciones que serán difíciles de corregir cuando termine la recesión.

Por lo tanto, ahora que el euro demuestra que es eficaz y que está listo para reclutar nuevos adeptos, las autoridades económicas muestran una prudencia considerable —algunos dirían excesiva— en el ámbito de las políticas macroeconómicas y en sus relaciones con los posibles nuevos miembros. ¿Temen que el barco se tambalee? ¿Creen que es difícil coordinar circunstancias económicas muy diferentes? ¿Falta un marco común de análisis?

### Por fin se demuestra que el euro funciona

Por otra parte, Europa quiere demostrar que el euro funciona. En septiembre de 2008, por ejemplo, Peer Steinbrück, Ministro de Hacienda de Alemania, señaló que “Estados Unidos dejará de ser la superpotencia del sistema financiero mundial. No será la única potencia que definirá las normas y los productos que se negociarán en todo el mundo. El dólar seguirá siendo una moneda muy confiable e importante, como el euro, el yuan y el yen, así que creo que comenzarán a verse algunos cambios”.

Muchos europeos creen que la sugerencia de China de que la hegemonía del dólar debería acabarse es una señal potente en el mismo sentido. Conscientes de que las monedas dominantes pueden perder su hegemonía después de una fuerte reestructuración, creen que la actual crisis financiera es el detonante de esta pérdida de hegemonía. Después de todo, afirman, la crisis se originó en Estados Unidos y puso de relieve los fallos en el sistema bancario anglosajón.

El tiempo dirá, pero me temo que los europeos se llevarán una gran decepción. La prudencia es una virtud, pero tiene sus costos. La regulación financiera no es una cuestión de más o de menos, sino de calidad a la hora de formular normas e implementarlas. Ni la historia —ni los debates actuales— muestran que Europa tenga una ventaja comparativa en estos ámbitos. El dólar tal vez ya no brille tanto, pero la lenta respuesta de la zona del euro a la crisis y, a más largo plazo, su menor tasa de crecimiento tendencial no colocan a Europa en una trayectoria económica y financiera ascendente.

Se observa esta tendencia ascendente en Asia, pero los mercados financieros de la región están muy lejos de representar un reto para Nueva York y Londres y, por otro lado, está la cuestión del declive demográfico de Asia. Además, cualquier reequilibrio de fuerzas dentro de las instituciones financieras internacionales conducirá inevitablemente al fin de la sobre-representación histórica de Europa.

Una apuesta creíble sería que la crisis contribuirá a mejorar la regulación del sistema financiero anglosajón, más dominante que nunca, el cual influirá aún más en los mercados emergentes de Asia y otras regiones, mientras que Europa seguirá siendo el baluarte de la prudencia, con una moneda que no logra reclutar —ni sumar— un número significativo de adeptos dentro del continente. ■

*Charles Wyplosz es catedrático del Instituto de Estudios Superiores de Ginebra.*

#### Referencias:

Baldwin, Richard, y Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig y Charles Wyplosz, 1998, “*The ECB: Safe at Any Speed?*”, *Monitoring the European Central Bank (Londres: Centre for Economic Policy Research)*.

# Sin comparación

*M. Ayhan Kose, Prakash Loungani y Marco E. Terrones*

**L**A TEMPORADA de béisbol de Estados Unidos culmina con la Serie Mundial, cuyo nombre refleja una época en que, para el béisbol, Estados Unidos era el mundo. Asimismo, en los años sesenta, una recesión en Estados Unidos bien podría haberse calificado de mundial. Este país representaba gran parte del producto mundial y la actividad cíclica de casi todo el mundo dependía de su situación.

Hoy en día ¿qué constituye una recesión mundial? En los años sesenta las economías avanzadas representaban alrededor del 75% del producto mundial; actualmente, su participación es solo del orden del 55%. Por ende, ya no es posible dar por sentado que los ciclos de las economías avanzadas coincidan con los mundiales. Al mismo tiempo, sin embargo, los

países están más integrados a través del comercio y los flujos financieros hoy que en los años sesenta. Ello aumenta el potencial de propagación y contagio, lo que torna más probable que se produzcan movimientos sincrónicos y un ciclo económico mundial.

Aunque sea difícil de creer, no existe una definición generalmente aceptada de recesión mundial. Según la definición que proponemos —una contracción del producto interno bruto (PIB) real mundial per cápita unida a un descenso considerable de varios otros indicadores de la actividad mundial— después de la segunda guerra mundial se registraron cuatro grandes recesiones mundiales: en 1975, 1982, 1991 y 2009. La actual es claramente la más grave: comparada con el promedio de las otras tres recesiones, la caída del producto se

**Según todos los indicadores, la actual recesión mundial es la más profunda y sincronizada del período de posguerra**

Rascacielos en Dubai, Emiratos Árabes Unidos.



proyecta que será entre cuatro y seis veces mayor y el aumento del desempleo, el doble. El desplome del comercio mundial registrado este año eclipsa el de recesiones anteriores. Además, nunca antes tantos países atravesaron una recesión al mismo tiempo. La actual recesión está fuera de todo parámetro.

## Si se utiliza el PIB real total en lugar del PIB per cápita, 2009 sería el único año de contracción de la economía mundial desde 1960.

### Determinación de fechas

Para decidir cuándo un país está en recesión, los economistas suelen usar procedimientos estadísticos a fin de determinar la fecha en que un indicador clave de la economía, como el PIB real, registra sus puntos mínimos y máximos. Aplicando la misma idea al plano mundial a partir de 1960, usamos datos anuales del PIB real mundial per cápita entre 1960 y 2010, empleando la paridad relativa del poder adquisitivo (PPA) (recuadro 1). Las estimaciones para 2009–10 se basan en los últimos pronósticos de crecimiento del FMI (Fondo Monetario Internacional, 2009). Se emplea una medición per cápita para dar cuenta de la enorme diferencia de la tasa de crecimiento poblacional entre los países. Las economías emergentes y en desarrollo suelen presentar un aumento del PIB más veloz que las industrializadas, pero también un mayor crecimiento poblacional.

El procedimiento identifica cuatro puntos mínimos de la actividad mundial en los últimos 50 años —1975, 1982, 1991 y 2009—, que corresponden a un descenso del PIB real mun-

dial per cápita (véase el panel superior del gráfico 1). ¿Qué sucesos importantes ocurrieron durante esos episodios?

La recesión mundial de 1975 vino tras un marcado aumento del precio del petróleo, que se cuadruplicó rápidamente después del embargo de petróleo de los países árabes de 1973. Esta recesión marcó en Estados Unidos el inicio de una larga estanflación, con bajo crecimiento del producto y alta inflación.

La recesión de 1982 obedeció a varios fenómenos, entre otros, la restricción monetaria de varias economías avanzadas, el rápido aumento del precio del petróleo y la crisis de deuda de varios países latinoamericanos.

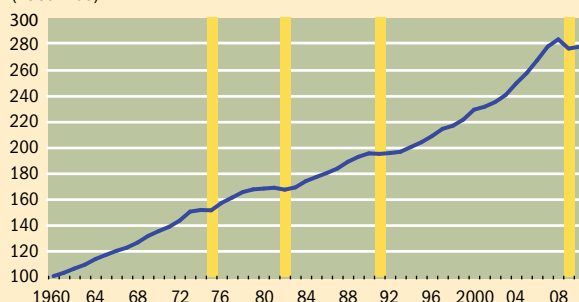
La recesión de 1991 reflejó una gran cantidad de problemas en muchas partes del mundo: las dificultades del sector de ahorro y crédito en Estados Unidos, la crisis bancaria de varios países escandinavos, los efectos adversos de la crisis cambiaria en gran cantidad de países europeos, los retos afrontados por las economías en transición de Europa oriental y la incertidumbre producto de la Guerra del Golfo y el alza posterior del precio del petróleo.

Gráfico 1

### El mundo en recesión

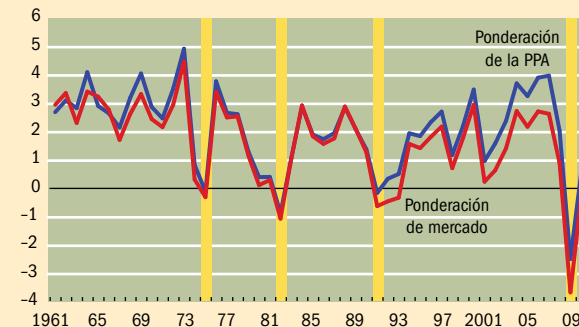
El producto interno bruto real mundial se contrajo cuatro veces desde la segunda guerra mundial . . .

(1960=100)



. . . y la contracción actual representa con creces la mayor caída porcentual.

(Variación porcentual desde el año anterior)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI. Los datos para 2009–10 se basan en el pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2009.

Nota: Las franjas sombreadas representan periodos en los que se contrajo el PIB mundial per cápita ponderado según la paridad del poder adquisitivo (PPA). Las ponderaciones de la PPA se basan en el tipo al que debe convertirse a dólares de EE.UU. la moneda de un país para comprar la misma canasta de bienes y servicios. Las ponderaciones de mercado se basan en el tipo de cambio de mercado entre las monedas nacionales y el dólar de EE.UU.

Recuadro 1

### Valoración del PIB mundial: PPA frente a tipo de cambio de mercado

Los países divulgan sus datos económicos en su propia moneda. Para comparar dichas estadísticas (por ejemplo, el PIB), los datos deben convertirse a una moneda común. La mayoría de los economistas utilizan generalmente el tipo de cambio de mercado del dólar de EE.UU. o el basado en la paridad del poder adquisitivo (PPA). El método de mercado convierte las monedas al tipo de cambio imperante en el mercado abierto. La PPA calcula el tipo de cambio al cual debería convertirse la moneda de un país para comprar la misma selección de bienes y servicios. La PPA, más difícil de calcular, refleja el hecho de que los bienes y servicios que no se comercian internacionalmente suelen ser más baratos en países de bajo ingreso que en los de alto ingreso. Como resultado, el valor del producto, por ejemplo, de los países de bajo ingreso suele ser mayor si se utiliza la PPA en lugar de los tipos de cambio del mercado.

El análisis no varía sustancialmente al utilizar ponderaciones de mercado, que potencian la importancia de las economías avanzadas, en lugar de la ponderación de la PPA. Usando la ponderación de mercado, el punto mínimo del episodio de 1991 se desplaza a 1993 debido a la desaceleración registrada en varios países europeos durante la crisis cambiaria de 1992-93. Con cualquiera de las dos ponderaciones, las actuales proyecciones indican que la recesión mundial de 2009 será la peor en cinco décadas (véase el panel inferior del gráfico 1). Si se utiliza el PIB real total en lugar del PIB per cápita, 2009 sería el único año de contracción de la economía mundial desde 1960.

### Una segunda mirada

En 1978, la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos creó un comité cuyo cometido era establecer las fechas de las recesiones en el país. En la zona del euro, el Centro de Investigación Económica y de Políticas desempeña una tarea similar desde 2002.

A diferencia del enfoque puramente estadístico, estas entidades (ambas privadas) determinan el punto máximo y mínimo de los ciclos económicos observando un amplio conjunto de indicadores macroeconómicos y emitiendo un juicio crítico sobre si la preponderancia de los indicios apunta a una recesión. Dado que los indicadores pueden presentar señales contradictorias sobre la dirección de la economía, este enfoque basado en el juicio crítico es difícil de emplear en tiempo real.

Aplicamos este enfoque en el plano mundial usando varios indicadores de la actividad mundial: el PIB real per cápita, la producción industrial, el comercio, los flujos de capitales, el consumo de petróleo y el desempleo (aunque solo hay datos sobre el desempleo de algunas economías avanzadas). Este método confirma las fechas de las recesiones obtenidas con el sistema estadístico (gráfico 2).

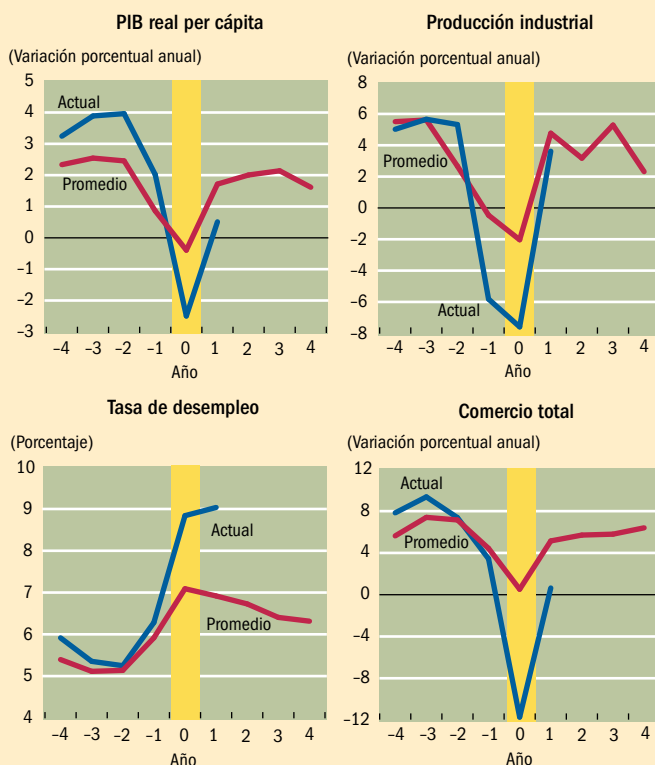
En las recesiones de 1975, 1982 y 1991, la producción industrial y el consumo de petróleo mundiales empezaron a desacelerarse dos años antes de que la recesión alcanzara su punto mínimo, mientras que el comercio mundial y el flujo de capital lo hicieron un año antes. El desempleo registró su aumento más marcado en el año de la recesión. Al igual que en las recesiones nacionales, el desempleo se mantuvo alto durante el año posterior al punto mínimo, mientras que la mayoría de los demás indicadores casi recuperaron su crecimiento habitual. La recesión actual sigue un patrón similar al de las anteriores, aunque la contracción de la mayoría de los indicadores es mucho más significativa en esta oportunidad.

Esta observación se ve reforzada por un análisis de las características cuantitativas de las recesiones (véase el cuadro). No hay dos recesiones exactamente iguales. Los descensos de casi todos los indicadores en 1975 y 1982 son más marcados que en 1991; en 1991, de hecho, el comercio mundial creció con fuerza a pesar de la recesión. Además,

Gráfico 2

### No hay comparación

Según varios indicadores, la recesión mundial actual es más profunda que el promedio de los tres episodios previos desde la segunda guerra mundial.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los datos abarcan los cuatro años antes y después de registrarse el punto mínimo de la recesión (año cero).

### Todas las recesiones son distintas

El desempeño de los indicadores clave de la actividad económica mundial varía con cada recesión. Según casi todos los indicadores, sin embargo, la actual es la peor de las cuatro registradas desde la segunda guerra mundial.

(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)

Indicador	1975	1982	1991	2009 <sup>1</sup>	Promedio <sup>2</sup>
Producto per cápita (ponderado según la PPA) <sup>3</sup>	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
Producto per cápita (ponderado según el mercado) <sup>3</sup>	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Producción industrial	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Total de importación y exportación	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Consumo de petróleo	-0,90	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
Desempleo (variación en puntos porcentuales, solo economías avanzadas)	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18
Flujos de capitales (promedio de dos años de flujos entrantes y salientes, porcentaje del PIB)	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Consumo per cápita	0,41	-0,18	0,62	-1,11	0,28
Inversión per cápita	-2,04	-4,72	-0,15	-8,74	-2,30

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2009.

<sup>1</sup>Proyección.

<sup>2</sup>Promedio de las recesiones de 1975, 1982 y 1991.

<sup>3</sup>La PPA es la paridad del poder adquisitivo, que representa el tipo al que debe convertirse una moneda para comprar la misma canasta de bienes y servicios en otra moneda. La ponderación de mercado es el tipo de cambio de mercado entre las dos monedas.

**No fue una recesión mundial, pero casi. . .**

Muchas partes del mundo sintieron a 1998 y 2001 como años de recesión. Sin embargo, tanto el método estadístico como el basado en el juicio crítico indican que no lo fueron. El método estadístico no identifica una recesión porque el PIB real mundial per cápita no se contrajo. En 1997–98 muchas economías emergentes, particularmente en Asia, registraron marcadas caídas en la actividad económica, pero en las economías avanzadas se sostuvo el crecimiento. En 2001, a la inversa, muchas economías avanzadas atravesaron recesiones suaves, pero el crecimiento en los principales mercados emergentes como China e India se mantuvo robusto. Además, durante 1998 y 2001 el comportamiento del amplio conjunto de indicadores macroeconómicos fue variado, lo que respalda la conclusión obtenida con el método estadístico de que estos episodios no presentaron las características de una recesión mundial. Por ejemplo, los indicadores no indicaron una debilidad generalizada de la economía mundial en 1998. En 2001, si bien la producción industrial cayó y la tasa de desempleo se aceleró levemente, aumentaron el comercio y el consumo de petróleo mundiales.

aunque la producción industrial y el consumo de petróleo del mundo no variaron durante el episodio de 1991, ambos indicadores cayeron significativamente en las recesiones anteriores. En varios casos, el desempeño económico mundial fue inestable, pero la situación no era lo suficientemente grave para rotularlos como recesiones mundiales (recuadro 2).

Sin embargo, no hay duda sobre la gravedad de la situación actual. Esta recesión está reescribiendo la historia de las recesiones mundiales de los últimos 50 años. El enorme efecto de la crisis financiera mundial sobre la economía real es evidente por la marcada contracción de la producción industrial y el veloz aumento del desempleo en todo el mundo. Aunque el descenso proyectado de la producción industrial supera el 6%, se espera que el desempleo crezca unos 2,5 puntos porcentuales durante la actual recesión. Estos cambios serían mucho mayores que los de las recesiones anteriores.

**Desplome del comercio y los flujos financieros**

La caída del comercio y los flujos financieros mundiales proyectada para 2009 es particularmente impactante. Si bien durante las dos últimas décadas la internacionalización de las cadenas industriales nacionales ha sido un importante factor de crecimiento del comercio mundial, el mismo fenómeno tiene ahora un papel decisivo en la fuerte contracción de los flujos comerciales transfronterizos. La caída proyectada del comercio durante este episodio hace que las registradas en 1975 y 1982 parezcan pequeñas en comparación. Tras eclipsar el crecimiento de los flujos comerciales de las dos últimas décadas, los flujos mundiales de capital alcanzaron niveles récord en 2007. En el último trimestre de 2008, sin embargo, estos flujos se agotaron rápidamente con la propagación de la crisis de las economías avanzadas hacia los mercados emergentes y en desarrollo. Los flujos de capitales presentaron grandes caídas en 1982 y 1991, pero estos cambios fueron mucho menores a la enorme caída que parece presentar el episodio actual.

La gravedad de la recesión de 2009 también está señalada por el deterioro esperado del consumo per cápita, mucho mayor que el de 1982 y que se contrapone al aumento del consumo de los otros dos episodios. La inversión per cápita cayó en todas las recesiones mundiales, pero el descenso proyectado en la actual supera con creces al de episodios previos. De la misma forma que las recesiones nacionales vinculadas a dificultades financieras suelen ser peores que otras, las recesiones mundiales que coinciden con crisis financieras mundiales parecen afectar fuertemente la economía real.

**Sincronicidad de las recesiones nacionales**

¿En qué medida se sincronizan las recesiones nacionales con los episodios de recesión mundial? No sorprende que el porcentaje de países en recesión aumentara sensiblemente durante las cuatro recesiones mundiales. La sincronización se mide por la fluctuación anual de la fracción ponderada por el PIB de países que registraron descensos en su PIB real per cápita. Aunque la recesión de 1975 fue impulsada en gran medida por el declive de los países industrializados, los países emergentes y en desarrollo han desempeñado un rol en los tres episodios restantes. En 1982, las recesiones de muchos países latinoamericanos contribuyeron al descenso de la actividad mundial, mientras que en 1991 el declive de las economías en transición cumplió una función importante. La recesión de 1991 fue un episodio multianual en el cual la recesión estadounidense de 1990–91 fue seguida de las recesiones de los países europeos durante la crisis cambiaria.

El período 2006–07 se destaca por la cantidad mínima histórica de países en recesión. No obstante, fue seguido de un gran revés de fortuna. En 2009, se espera que todas las economías avanzadas y aproximadamente la mitad de las emergentes atravesen una recesión. El grado de sincronización que presentó hasta la fecha la recesión actual es el mayor en medio siglo. Si bien está claramente impulsada por un fuerte descenso de la actividad de las economías avanzadas, las recesiones de varios países emergentes y en desarrollo contribuyen a su profundidad y sincronización.

**La peor recesión según cualquier cálculo**

Si se hicieran realidad los pronósticos para 2009 de una caída del 2,5% del PIB real mundial per cápita se podría considerar que este año presenta la recesión mundial más grave de la posguerra. Se espera que casi todos los indicadores registren caídas más marcadas que en episodios previos. Además de su gravedad, esta recesión también puede considerarse como la más sincronizada, ya que todas las economías avanzadas están en recesión, así como muchas emergentes y en desarrollo. ■

*M. Ayhan Kose es Economista Principal, Prakash Loungani es Asesor y Marco E. Terrones es Subjefe de División del Departamento de Estudios del FMI. Este artículo se basa en su documento de trabajo de próxima publicación, "Global Recessions and Recoveries".*

**Referencia:**

Fondo Monetario Internacional, 2009, Perspectivas de la economía mundial (Washington, abril).



# Preparativos para un mundo poscrisis

John Lipsky

*Si los planes actuales se implementan como está previsto, el mundo de la poscrisis probablemente se caracterizará por el fortalecimiento del multilateralismo, una mayor coordinación de las políticas económicas y una regulación más eficaz del sistema financiero. Tras la cumbre del Grupo de los Veinte (G-20) en abril, el FMI está listo para cumplir una función clave en esta nueva coyuntura y trabaja para asegurar los medios y recursos para afrontar los retos de su nuevo papel.*

**L**A CRISIS financiera mundial presenta un reto sin precedentes que exige, y ya ha suscitado una respuesta sin precedentes. Los países han colaborado en formas innovadoras y eficaces. El nuevo mecanismo del G-20 puso de relieve esta acción conjunta, plasmada en las cumbres celebradas en noviembre de 2008 y abril de 2009. Las reuniones tuvieron resultados sustanciales y simbólicos: los países industrializados y emergentes del G-20 se comprometieron a estrechar la cooperación en materia de políticas macroeconómicas y del sector financiero.

El FMI se encuentra en el centro de esta nueva agenda internacional. En particular, se entiende que hacen falta cambios sistémicos para mantener y compartir ampliamente los beneficios de una economía mundial abierta

e integrada y limitar el riesgo de crisis futuras. Las dos cumbres generaron compromisos clave para aumentar la colaboración mundial en temas de política macroeconómica; reforzar las normas del sector financiero, inclusive ampliando el perímetro regulatorio y fortaleciendo la cooperación internacional, y contener el proteccionismo comercial y financiero.

El mundo espera una actitud de liderazgo del FMI en varios ámbitos clave. ¿Pero cuál será exactamente el papel del organismo en la estructura financiera mundial poscrisis? ¿Qué cambios se requieren para asegurar su éxito en su nuevo papel ampliado?

## Los medios para lograr resultados

Desde su creación, el FMI evolucionó junto con la economía mundial. En particular, los principales períodos de dificultad macroeconómica, como el fin del régimen cambiario de Bretton Woods y la caída del Consejo de Ayuda Mutua Económica de la ex Unión Soviética, llevaron al FMI a territorios nuevos. A pesar de esto, era cada vez más claro que carecía de algunos instrumentos de política necesarios para ser plenamente eficaz y, en especial, para prevenir las crisis. Sus instrumentos de trabajo se crearon cuando los bancos dominaban los mercados financieros, la deuda soberana representaba la mayor parte

## Análisis del papel del FMI en la futura estructura financiera internacional

Periodistas en la cumbre del G-20 en Londres.

del flujo internacional de deuda y la titulización daba sus primeros pasos. Pero en los últimos años, el flujo internacional de capital privado creció explosivamente, a través de una tecnología financiera cada vez más sofisticada. La integración financiera mundial también se profundizó, unida a una red compleja de propagación de efectos entre la economía real y el sector financiero. De 2003 a 2007, estos fenómenos alimentaron una expansión histórica, pero también culminaron en la crisis financiera reciente, que nació en un sector limitado del mercado de viviendas estadounidense y se propagó espectacularmente a cada rincón del mundo.

### Mayor eficacia para prevenir crisis

Uno de los principales puntos débiles de los instrumentos con que cuenta el FMI y de la estructura financiera mundial fue la ausencia de una línea de crédito precautorio lo suficientemente amplia y atractiva, una especie de póliza de seguro para los países miembros. A falta de este tipo de servicio, normalmente los países solicitaban crédito del FMI solo *después* de sobrevinida una crisis, limitando la función del organismo a la concesión de créditos para moderar ajustes difíciles. Además de elevar el costo final de los shocks macroeconómicos, también significó que se vinculara al FMI con programas de austeridad políticamente espinosos. Muchos países, especialmente asiáticos, optaron por autoasegurarse, acumulando grandes reservas de divisas. Aunque esto sea razonable para los países individuales, en la década pasada favoreció a la acumulación de desequilibrios mundiales que a su vez contribuyeron a la crisis actual.

A lo largo del tiempo hubo varios intentos fallidos de implementar una línea de crédito precautorio, pero hizo falta una crisis como la actual para alcanzar un consenso en este ámbito. En marzo de este año, el FMI creó una Línea de Crédito Flexible que prevé un acceso rápido a financiamiento a gran escala y sin condiciones *ex post* para países con políticas económicas muy sólidas y antecedentes comprobados. Quizá sea el mayor cambio en la forma en que el FMI se vincula con los países miembros desde el fin de la era de Bretton Woods. México, Polonia y Colombia ya recurrieron precautoriamente a esta nueva línea de crédito, por un total de US\$78.000 millones. El mercado reaccionó muy favorablemente ante el anuncio de estas operaciones; los tipos de cambio se fortalecieron aun cuando dos de los países aprovecharon el margen de maniobra que ofrece la línea de crédito para distender su política monetaria (véase el gráfico). Dada esta primera experiencia positiva, es probable que más países sigan el ejemplo.

Pero esta nueva línea no se adecua a cualquier país. Para algunos, contribuirá a elevar la confianza del mercado, pero es posible que aún deban fortalecer sus políticas económicas. Para estos países, el FMI ha creado acuerdos precautorios de alto acceso, que ofrecen una póliza de seguro, pero a cambio de aplicar las medidas económicas necesarias.

### Condicionalidad más focalizada y flexible

Para este y la mayoría de los programas del FMI la condicionalidad seguirá siendo clave para asegurar que se apliquen los

ajustes necesarios y mantener el carácter rotatorio del crédito. Pero la condicionalidad se focalizó y simplificó para alentar a los países a acercarse al FMI antes de que sus problemas se agraven. A veces, la condicionalidad se consideraba excesivamente onerosa y cargada de condiciones que, aunque resultarían beneficiosas, no siempre eran cruciales para el éxito del programa o no tenían flexibilidad suficiente en cuanto a la oportunidad o la naturaleza de las medidas. En los últimos años, el FMI ha trabajado para simplificar la condicionalidad y recientemente logró un gran avance al reemplazar los criterios estructurales por un sistema de parámetros de referencia más flexibles. Con este sistema, los programas respaldados por el FMI seguirán ofreciendo el sólido marco de política económica que los países suelen valorar, y se deja atrás la evaluación de la política económica en base a una rígida lista de verificación.

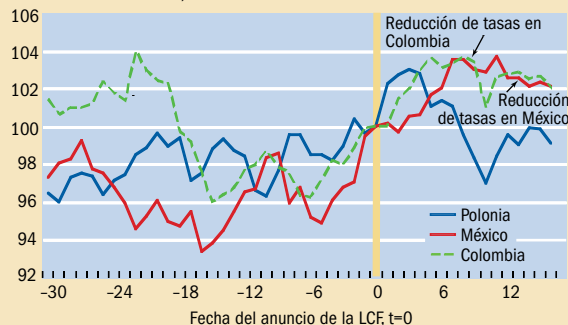
### Hacen falta recursos

Estas reformas tendrán escaso efecto si el FMI carece de recursos suficientes: en un mundo con gran flujo de capital privado que puede cambiar de dirección con rapidez, el financiamiento debe ser lo bastante cuantioso como para surtir efectos. Hasta ahora, el FMI contó con recursos suficientes para cumplir esta tarea. Durante la crisis, aumentó sensiblemente el crédito y expandió sus programas a tono con la magnitud de los shocks mundiales que azotan a los países. Por ejemplo, Hungría, Rumania y Ucrania, países de mercados emergentes, recibirán financiamiento del FMI por más de US\$15.000 millones. Se duplicaron los límites de acceso, inclusive para países de bajo ingreso, para asegurar a esos países que es posible satisfacer sus necesidades. El FMI también se propone ofrecer en los próximos dos a tres años US\$6.000 millones en recursos concesionarios a países de bajo ingreso, especialmente de África subsahariana que

### Margen de maniobra

Las monedas de los países que recurrieron a la Línea de Crédito Flexible (LCF) mostraron mejor desempeño que las monedas de los demás países de la región.

(Desempeño de la moneda frente a los demás países de la región; anuncio de la LCF = 100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La línea azul es el promedio no ponderado de la corona checa, el forint húngaro y el leu rumano por zloty polaco; la roja es el promedio no ponderado del real brasileño, el peso chileno y el peso colombiano por peso mexicano; la línea verde es el promedio no ponderado del real brasileño, el peso chileno y el peso mexicano por peso colombiano.



registraron varios años de fuerte crecimiento. Este apoyo es crucial para impedir que la crisis socave los avances logrados por estos países.

Los líderes mundiales se comprometieron a velar por que el FMI siga contando con recursos suficientes, aun si la crisis se profundiza o prolonga. Acordaron triplicar la capacidad de crédito del FMI a la cifra sin precedentes de US\$750.000 millones y por lo menos duplicar su capacidad de crédito concesionario a países de bajo ingreso.

El G-20 también encomendó al FMI la tarea de acordar una asignación especial de derechos especiales de giro (DEG) que aportaría US\$250.000 millones a la liquidez mundial. Si bien es una cifra menor frente a la liquidez mundial total, puede tener un efecto considerable sobre las reservas internacionales de los países emergentes y de bajo ingreso y posiblemente aporte algún margen para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas.

### Mejora y ampliación de la supervisión

Aunque la reforma de las líneas de crédito del FMI es fundamental, el éxito para prevenir las crisis dependerá en definitiva de una supervisión fuerte. Antes de la crisis, el organismo ya había iniciado un proceso para realizar cambios importantes a su sistema de supervisión, haciendo más hincapié en el riesgo financiero y su vinculación con los resultados macroeconómicos, y en la propagación de los efectos. Sin embargo, la crisis señaló claramente la necesidad de mayores esfuerzos. El FMI fue de los primeros en advertir sobre el riesgo al sector financiero y fue puntero en sus pronósticos y en preconizar un estímulo fiscal mundial y el saneamiento de los balances bancarios. No obstante, no previó la profundidad de la crisis y subestimó la fuerza de las vinculaciones internas e internacionales. Además, las advertencias no fueron lo suficientemente fuertes y a menudo los responsables de las políticas las ignoraron. El FMI está aprendiendo de esta experiencia y tomando medidas para aumentar la eficacia y el alcance de su supervisión bilateral y multilateral.

- Una iniciativa clave, que responde a una solicitud del Comité Monetario y Financiero Internacional y el G-20, es *la creación de una prueba de alerta anticipada*, en colaboración con el Consejo de Estabilidad Financiera. Esta iniciativa, de carácter semestral, procura adoptar una visión más sistemática del riesgo de variación extrema y de las vinculaciones mundiales, lo que debería dar lugar a mejores y más rápidas respuestas de política económica ante dicho riesgo. Esta prueba se presentará en octubre durante las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial que se celebrarán en Estambul.

- *El FMI también está fortaleciendo sus programas de evaluación del sector financiero*, concentrándose en los aspectos internacionales y sistémicos, e integrando más estrechamente la supervisión bilateral.

- Los líderes del G-20 también solicitaron al FMI que evalúe periódicamente las medidas requeridas y las adoptadas por los países para afrontar la crisis. En este marco, *el FMI empezó a publicar una inspección fiscal del G-20*, que monitorea la aplicación de los estímulos fiscales de los países

y que vigilará, junto con el Consejo de Estabilidad Financiera y otros organismos internacionales, la instrumentación de los compromisos de supervisión financiera adoptados por el G-20.

Es importante resaltar que una supervisión financiera eficaz del FMI debe complementarse con la receptividad de los países a sus opiniones y recomendaciones. En este sentido, la crisis puede tener un efecto saludable: los países del G-20, por ejemplo, se han comprometido a una actitud de franqueza e imparcialidad ante la supervisión del FMI.

### Reforma de la estructura de gobierno

Para la eficacia plena en su nuevo papel, el FMI debe dar la imagen de representar con justicia a todos los países. Con este fin, está acelerando la reforma de su gobierno, para garantizar que su sistema de adopción de decisiones refleje la realidad mundial. Para enero de 2011 a más tardar se programa la finalización de una segunda ronda sobre reforma de las cuotas, en la que los países emergentes y de bajo ingreso tendrán mayor participación. Se trata de un gran avance, pero la importancia de las cuotas no debe exagerarse: los países de mercados emergentes dinámicos ya desempeñan un papel importante a nivel mundial y su opinión se tiene cada vez más en cuenta en el debate sobre políticas. El aumento de las cuotas simplemente reflejará una realidad preexistente.

### ¿Qué sigue ahora?

Los esfuerzos mundiales se han centrado en la crisis actual pero las reformas en curso apuntan a la poscrisis por igual. Sin duda es mucho pedir que un cambio institucional elimine los ciclos económicos o los períodos de dificultad financiera. Además es inevitable que las políticas económicas y del sector financiero sigan siendo asunto de los gobiernos nacionales. Sin embargo, no es insensato esperar que los cambios en curso de la estructura financiera mundial, e inclusive del FMI, puedan reducir la frecuencia y profundidad de las crisis futuras. De lograrse, se habría recorrido un gran trecho para preservar y extender los beneficios de una economía cada vez más abierta e integrada.

¿Qué cambios pueden esperarse? Aunque en los últimos meses el gobierno mundial cambió considerablemente, la situación se mantiene muy fluctuante. El fortalecimiento del papel del G-20 representa una gran ampliación del procedimiento internacional para tomar decisiones, pero tiene al menos dos deficiencias que deben abordarse. Primero, una vasta mayoría de los países está fuera del G-20: 165 miembros del FMI no tienen representación directa en este mecanismo. En segundo lugar, el grupo carece de un sistema de votación que permita adoptar decisiones difíciles sin un consenso abrumador. Podría establecerse una nueva estructura que diera más cabida a la toma conjunta de decisiones sobre un mayor número de cuestiones económicas y financieras internacionales, en la que el FMI desempeñaría un papel central. ■

*John Lipsky es Primer Subdirector Gerente del FMI.*

# Terreno desconocido

## Política monetaria enérgica para combatir crisis

**L**A ACTUAL desaceleración económica mundial probablemente no será tan grave como la Gran Depresión, en parte gracias a la respuesta vigorosa de las autoridades mundiales. Hace 80 años, las autoridades no reconocieron la necesidad de relajar las condiciones monetarias y eso, en buena medida, desencadenó la depresión. El gráfico describe el radical cambio filosófico en la aplicación de las políticas desde entonces.

Al inicio de la crisis a mediados de 2007, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) rebajó decididamente la meta de la tasa de interés de política monetaria —tasa de fondos federales o de préstamos interbancarios a un día— e introdujo servicios especiales para garantizar liquidez a todo el sistema financiero. Pero un exceso de dinero en el sistema podría situar la tasa interbancaria por debajo de la meta y avivar la inflación, y por eso la Fed optó por absorber liquidez vendiendo títulos del Tesoro de Estados Unidos.

Las condiciones financieras y económicas se deterioraron drásticamente tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Además de rebajar aún más la tasa interbancaria e introducir más servicios, la Fed ahora ha aumentado su balance en más del doble en tan solo unos pocos meses, afianzando así las reservas de los bancos y la base monetaria. Sin embargo, los agregados monetarios más amplios aumentaron solo moderadamente, dada la cautela de los bancos.

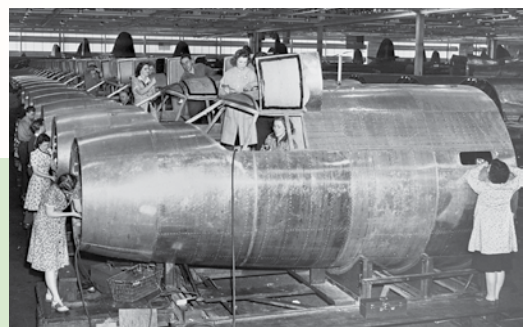
El incremento del balance complicó la tarea de mantener la meta de la tasa interbancaria, y en diciembre de 2008 la Fed la redujo a un rango de 0 a 25 puntos básicos. Aunque ya no hay margen para más recortes, la Fed todavía puede conducir la política monetaria modificando la composición y el tamaño de su balance, algo crucial ante la creciente amenaza inflacionaria.

### Replanteamiento tras la Gran Depresión

En 1930, la Fed ayudó a desencadenar la Gran Depresión al endurecer la política, y en 1937 extinguió la recuperación y provocó una recesión económica al aplicar los frenos demasiado pronto. Es cierto que en el ínterin sí incrementó la masa monetaria, pero mucho menos que hoy en día.

### Financiamiento de una guerra mundial

La Fed compró deuda del Tesoro masivamente durante la segunda guerra mundial para que el gobierno pudiera financiar la vasta ampliación del presupuesto de defensa. El financiamiento de déficits presupuestarios abismales en los años cuarenta provocó fuertes altibajos de la base monetaria, pero ninguno como el aumento en el otoño de 2008.



(Base monetaria ajustada de Estados Unidos, variación porcentual interanual)



Base monetaria

Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis.

Preparado por Koshy Mathai y Simon Wilson, Fondo Monetario Internacional.



### Aumento récord

Tras haber duplicado el tamaño de su balance, la Fed se apresta ahora a incrementarlo aún más, con lo que la base monetaria (línea azul) se saldría de la escala presentada en esta página. En marzo de 2009, la Fed anunció una compra masiva de valores hipotecarios y deuda emitida por las instituciones hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. Informó además que empezaría a comprar bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo. Estas compras ya han empezado, pero podrían ser de mucho mayor alcance.

### Estrategia de salida

Sin duda la espectacular expansión de la base monetaria por parte de la Fed está justificada por la fuerte desaceleración económica y el riesgo de deflación. Pero la estrategia de salida podría ser complicada.

Una vez que empiece la recuperación y los bancos estén más dispuestos a prestar sus reservas, la Fed tendrá que contraer la base monetaria rápidamente para evitar la inflación. Lo crucial es saber cuándo hacerlo.

Pero aun si el momento de hacerlo fuera obvio, la manera de hacerlo puede ser menos evidente, ya que ahora algunos de los activos en el balance de la Fed tienen plazos relativamente largos y, como son ilíquidos, su venta rápida es difícil. La Fed está barajando varias opciones al respecto, algunas de las cuales requerirían una nueva autoridad legal.

### Básicamente, en efectivo

La línea azul gruesa denota el crecimiento anual ajustado de la base monetaria de Estados Unidos, o sea, la cantidad real de efectivo en la economía y las reservas bancarias disponibles. Aparte del acaparamiento de efectivo debido al temor de una falla informática por la llegada del año 2000, la base monetaria de Estados Unidos creció de forma bastante uniforme desde la segunda guerra mundial hasta finales de 2008.

La línea roja indica por qué, pese a la explosión de la base monetaria, no hay un riesgo inminente de inflación. El dinero inyectado en los bancos no ha salido de sus bóvedas. La línea roja denota la tendencia del M2, es decir, la base monetaria (línea azul) más los fondos en las cuentas corrientes y de ahorro de particulares y empresas. Este agregado más amplio ha estado creciendo solo moderadamente.



### Temor por las caídas de precios

Los consumidores buscan precios más bajos. Pero si hay deflación —es decir, una caída generalizada y constante de los precios— la economía puede entrar en una peligrosa espiral descendente. La deflación hace que los préstamos parezcan caros aun si las tasas de interés son muy bajas; esto reduce la inversión y el crecimiento, lo cual provoca nuevas bajas de precios. Además, esa aparente carestía hace que los consumidores se sientan más pobres y gasten menos,

y eso genera descensos adicionales de los precios. Por último, los consumidores pueden postergar las compras ante la expectativa de que los precios bajen aún más. Pero si todos los compradores se abstienen de comprar, los precios continuarán bajando y podría surgir un círculo vicioso. La necesidad de evitar tal situación a toda costa explica por qué la Fed reforzó la base monetaria y por qué diversos gobiernos han adoptado importantes programas de estímulo fiscal.



# Auges de precios ¿Cuál es la mejor forma de manejarlos?

*Giovanni Dell'Araccia*

Urbanización inconclusa en Maryland, Estados Unidos.

**No todos los auges se parecen; decidir qué política aplicar depende de la forma en que se mantienen los activos y de los afectados por una posible caída**

**L**OS AUGES del precio de los activos son bastante comunes en las economías de mercado. Uno de los primeros fue la manía de los tulipanes en Holanda en 1637: en su punto máximo, los contratos se vendían por un valor diez veces superior al ingreso anual de un artesano calificado. Entre los más recientes está el alza en el precio de las viviendas de Estados Unidos de la década pasada, cuya caída desató la actual crisis económica mundial.

Pero no todos los auges son iguales. Algunos se vincularon a crisis y dificultades financieras, mientras que otros han dado lugar a etapas de crecimiento y a la creación de activos tangibles a largo plazo, como el auge británico de los ferrocarriles en la década de 1840. El alcance y la gravedad de la crisis actual han reavivado el debate de si la política económica debería ocuparse del alza en los precios de los activos y el aumento del apalancamiento. Si así fuera, ¿es materia de política monetaria o de regulación? ¿Debería intervenir la política fiscal? ¿Cuál sería su papel? Este debate seguirá ocupando a economistas y responsables de políticas por un tiempo, pero pueden extraerse algunas conclusiones preliminares.

## **Los auges con alto apalancamiento son más peligrosos**

Lo que interesa no sería tanto el auge de precios en sí, sino quién mantiene los activos y el riesgo, cómo se financia el alza y qué efecto puede tener una posible caída sobre las instituciones financieras. El nivel de endeudamiento vinculado al financiamiento del alza y el grado de participación de los bancos y otros inter-

mediarios financieros determinará la magnitud del efecto sobre los balances y el riesgo de contracción del crédito en una caída.

Como aprendimos estos meses, las caídas son mucho más costosas cuando los bancos participan del auge y los precios se sostienen gracias al crédito de instituciones muy apalancadas. Esto se debe a que la deflación del precio de los activos produce un marcado deterioro de los balances de los deudores, y por ende, de los bancos, lo que lleva a una restricción del crédito que puede perjudicar seriamente a la actividad económica. Durante una reactivación, el mayor valor de las garantías flexibiliza la restricción crediticia. A su vez, el aumento de crédito resultante alimenta el alza en el precio de los activos. En un contexto de desaceleración es posible que se produzca la espiral opuesta, ya que la caída del valor de las garantías impide que los prestatarios obtengan crédito, lo que deprime aún más el precio de los activos (Kiyotaki y Moore, 1997).

En cambio, los auges con grado limitado de endeudamiento y participación de los bancos suelen presentar deflaciones sin trastornos económicos importantes. Por ejemplo, el estallido de la burbuja de las empresas de Internet en 2001 generó una recesión relativamente leve. En ese auge, los bancos cumplieron un papel menor. Si bien la fuerte caída de las acciones afectó a la riqueza, no se produjo el círculo vicioso entre el deterioro de los balances de los prestatarios y de los prestamistas que caracteriza a la crisis actual. Por eso, no se dio el debilitamiento del sistema bancario y la reducción del crédito que se observan ahora.

Si los responsables de las políticas decidieran que se está gestando un auge de precios peligroso y desearan frenarlo antes de que haga estragos en la economía real, ¿de qué medios disponen?

### Más atención a la estabilidad macrofinanciera

Tradicionalmente, la primera estrategia ha sido la política monetaria. Pero los bancos centrales son cautelosos y en su mayoría se resisten a usar la tasa de interés para frenar un alza en el precio de los activos. Los partidarios de una política de indiferencia benévola alegan que los bancos centrales deben centrarse en la inflación (y si estuviera entre sus cometidos, en el crecimiento). Se puede vigilar el precio de los activos para obtener información útil sobre la situación económica, pero no debería ser un objetivo en sí mismo.

Esta postura se basa en cuatro argumentos:

- La función de la política monetaria es controlar la inflación.
- Es difícil identificar auges de precios de activos.
- La política monetaria puede ser un instrumento demasiado burdo.
- Las medidas de política económica pueden traer más perjuicios que beneficios.

Por estas razones, según este enfoque, la política monetaria sirve más para recomponer la situación tras una caída que para impedir el surgimiento de un auge de precios.

Pero como mostró la crisis actual, los ciclos de auge y caída pueden ser muy costosos. También nos mostró que las medidas tradicionales, como reducir la tasa de interés e inyectar liquidez a la economía, no funcionan bien cuando el sistema financiero está gravemente dañado. Además, aunque no hay duda de que puede ser difícil identificar un alza especulativa, esta tarea puede facilitarse si se limita a los episodios que afectan al crédito y el sistema bancario. Asimismo, si bien es difícil reconocer un auge “malo”, a veces conviene adoptar medidas en base a una decisión subjetiva (como en el caso de la inflación) si existe un riesgo real de que la pasividad origine una catástrofe. De esto se desprende que, como el aumento del riesgo sistémico puede presagiar una fuerte desaceleración y la regulación no puede prevenir completamente tal aumento, los bancos centrales no pueden adoptar una actitud de indiferencia benévola ante los auges del crédito y del precio de los activos. La estabilidad de los precios debería ser un objetivo dentro del cometido más amplio de estabilidad macrofinanciera.

Sin embargo, la política monetaria en sí puede ser demasiado tosca para resolver eficazmente las alzas especulativas. ¿Quién querría dejar a un millón de personas sin trabajo por el sobreendeudamiento de sus bancos? Además, en los auges, el rendimiento esperado de los activos es tan alto que no se vería afectado por una variación marginal de la tasa de interés. La apertura al capital limita aún más la eficacia de las tasas de interés: las personas y empresas que solicitan crédito pueden, por ejemplo, llevar su actividad a la sucursal de un banco internacional. Esto pasa especialmente en pequeñas economías abiertas y países con sectores financieros más avanzados, donde los bancos tienen fácil acceso al crédito externo. La restricción de las condiciones monetarias también suele atraer capitales externos y alimentar aún más la demanda de activos codiciados.

Por eso, dado que el principal problema de los auges es la posibilidad de que causen quiebras bancarias generalizadas, las

medidas prudenciales y administrativas pueden ser una solución más focalizada, por lo que deben jugar un papel primordial en una respuesta integrada de política económica.

### Mejorar las normas puede ser útil

Un gran problema es que las normas actuales no desalientan el carácter procíclico del mercado financiero y el aumento del apalancamiento. De hecho, hacen lo contrario.

En gran medida, las normas prudenciales no han logrado prevenir la acumulación del riesgo sistémico en épocas de prosperidad y suelen agravar la desaceleración. Exigen que los bancos tengan más capital durante las desaceleraciones al aumentar las medidas ante el riesgo, cuando el capital ya está diezmado. El método basado en la calificación interna del Acuerdo de Basilea II contribuye a este problema porque la probabilidad de incumplimiento suele ser anticíclica (Repullo, Saurina y Trucharte, 2009). Ello obliga a los bancos a reducir el crédito, lo que empeora la desaceleración.

Para ser eficaces, las normas deben alentar a las empresas a atenuar el efecto de los shocks macroeconómicos. Pero la formulación de políticas prudenciales anticíclicas es un tema que los economistas y responsables de las políticas recién han comenzado a abordar.

Al formular tales políticas (FMI, 2009), las autoridades deben considerar las siguientes medidas:

- **Crear amortiguadores de shocks.** Las normas anticíclicas sobre capital y provisión para incobrables podrían tener una función importante para combatir los auges.
- **Limitar el apalancamiento.** Para prevenir el exceso de endeudamiento durante fases ascendentes, los requisitos de capital ponderados en función del riesgo pueden acompañarse de límites simples, pero explícitos, al endeudamiento.
- **Limitar la volatilidad del crédito inmobiliario.** Esto podría hacerse mediante límites anticíclicos a la relación entre préstamo y valor, que podrían basarse, por ejemplo, en el crecimiento del producto, la dinámica del precio de las viviendas o el crédito agregado vinculado a la vivienda.
- **Limitar la toma de riesgo.** Las políticas podrían dirigirse a fuentes específicas de riesgo, por ejemplo, con requisitos más estrictos de elegibilidad y garantía para ciertos préstamos y con límites al riesgo cambiario.
- **Desalentar el exceso crediticio.** Podría hacerse eliminando las garantías cambiarias implícitas o los incentivos fiscales para ciertos créditos y a través de campañas públicas de concientización del riesgo (Enoch y Ötker-Robe, 2007).
- **Vigilar los bancos problemáticos.** Finalmente, deberían adoptarse medidas para mejorar la capacidad de la economía de resistir las caídas.

La formulación e implementación de tales normas no será fácil (véase también “Europa bajo presión” en esta edición), especialmente en un mundo globalizado.

Sin duda es necesaria una mayor cooperación internacional. Las medidas serán más eficaces si los organismos de supervisión colaboran para cerrar las vías de escape, por ejemplo, impidiendo el pasaje del crédito interno en divisas al crédito externo directo. Con la integración de los sistemas financieros, este tipo de cooperación será cada vez más esencial.

## Impuestos contra el auge

El último medio disponible, que puede ayudar a contener los auges, es la política fiscal. Al reducir la demanda global, una política fiscal más estricta puede frenar el aumento de la vulnerabilidad. Los impuestos pueden, en particular, afectar el precio de los activos, pero son instrumentos toscos y aún se discute si su aumento debe usarse para contener las alzas súbitas.

Aun así, la actual crisis debe animar a los responsables de las políticas a reevaluar las viejas medidas que favorecen el endeudamiento, como las deducciones al interés hipotecario. Aunque la mayoría de los observadores opinan que la política fiscal tuvo un papel menor en la actual crisis, está claro que en muchos países las normas tributarias propiciaron el alto nivel de deuda de hogares y empresas, posiblemente aumentando la vulnerabilidad macroeconómica.

## Perspectivas futuras

No es fácil reconocer un auge incipiente ni formular una respuesta eficaz; por eso los responsables de las políticas suelen rehuir las medidas económicas firmes.

Los auges con financiamiento bancario pueden originar caídas que afecten el suministro de crédito, como aprendimos a fuerza de cometer errores. Alzas de otros tipos, como las del mercado de valores, pueden resolverse por sí mismas con cierta seguridad. La lección de la actual crisis es clara: si el auge se alimenta con el aumento del crédito del sistema financiero, quienes formulan las políticas deberían pensar cuidadosamente si conviene mantenerse al margen.

La justificación de las medidas de política económica depende de cómo se financie el auge y se mantenga el riesgo. Los auges con escaso endeudamiento y participación de intermediarios financieros suelen desactivarse sin mayor trastorno económico. El riesgo para la economía crece cuando el alza del precio de los activos se alimenta de endeudamiento y el riesgo radica principalmente en el sistema bancario.

Posiblemente la mejor forma de frenar un auge sea una combinación de políticas. En el futuro, la política monetaria deberá tomar más en cuenta los auges del precio de los activos y la estabilidad financiera. Pero la respuesta de política económica deberá recurrir más a medidas prudenciales nuevas y flexibles dirigidas a limitar el carácter procíclico de la intermediación financiera. ■

*Giovanni Dell'Ariccia es Subjefe de División del Departamento de Estudios del FMI.*

### Referencias:

- Enoch, Charles, y I. Ötker-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: Fondo Monetario Internacional).*
- FMI, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management" (Washington); véase <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>.*
- Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore, 1997, "Credit Cycles", Journal of Political Economy, vol. 105, No. 2, págs. 211—248.*
- Repullo, Rafael, Jesús Saurina y Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; véase [ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST\\_G20\\_ebook.pdf](ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf).*



**CUÁNDO:** Del 3 al 5 de octubre de 2009

**DÓNDE:** Estambul, Turquía

Si desea más información diríjase a:  
Annual Meetings Program of Seminars  
IMF—World Bank Group  
Washington, D.C. 20431 EE.UU.

Teléfono: [1](202) 473-3394  
Fax: [1](202) 623-4004  
Correo electrónico: [seminars@worldbank.org](mailto:seminars@worldbank.org)  
Sitio web: [www.worldbank.org/pos](http://www.worldbank.org/pos)

## Venga a Estambul, Turquía, para participar en el Programa de Seminarios de 2009

Estimular el debate —→

Definir objetivos —→ Inspirar a la acción

En este programa, que constituye un foro de excelencia mundial, ejecutivos del sector privado del mundo entero, autoridades económicas de alto nivel de 185 países y otros líderes en el campo del desarrollo internacional y financiero participan en un diálogo sobre el fortalecimiento de la red de cooperación económica mundial.

### Temas principales en 2009

- ◆ La crisis mundial y las respuestas de política
  - ◆ La crisis financiera y los pobres
  - ◆ Crisis, recuperación y reforma estructural
    - ◆ Países emergentes de Europa y Asia central
- ◆ El futuro del sistema financiero internacional
  - ◆ Una respuesta "más verde" a la crisis
  - ◆ El papel de los sectores público y privado después de la crisis



# La tormenta perfecta

## Opinión de Olivier Blanchard sobre las causas de la crisis

*En noviembre de 2008, el Economista Jefe del FMI explicó en una charla cómo una crisis generada por los valores con garantía hipotecaria se convirtió en la peor recesión desde la década de 1930.*

**A**L PRINCIPIO de la crisis financiera parecía que la actividad real no se vería afectada, pero esa situación duró poco. En la segunda mitad de 2007, la caída del precio de las viviendas y las acciones, provocada por la baja del valor bursátil de las entidades financieras, el alza de las primas de riesgo y el racionamiento del crédito empezó a hacerse sentir. Pero, repentinamente, en el tercer trimestre de 2008, el efecto se hizo mucho más marcado. El temor a que el agravamiento de la crisis culminara en otra Gran Depresión originó una caída drástica en el precio de las acciones y afectó la confianza de las empresas y los consumidores de todo el mundo.

Esto se dio por una acumulación de factores subyacentes durante el período de bonanza anterior que contribuyeron a gestar la crisis, sumada a la activación de mecanismos de amplificación que potenciaron notablemente su efecto.

Blanchard identificó dos mecanismos vinculados pero distintos: ventas de activos para soportar una gran demanda de liquidez de los inversionistas y ventas de activos para recomponer el coeficiente de capital. Unidos a las condiciones iniciales, estos mecanismos provocaron la peor recesión mundial desde la década de 1930.

### **Cuatro condiciones iniciales**

La crisis surgió a raíz de la caída del precio de las viviendas en Estados Unidos. Pero las pérdidas iniciales generadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo no fueron tan gran-

des en comparación con indicadores como la capitalización bursátil estadounidense, y quedaron eclipsadas por la posterior caída mundial del mercado de valores (véase el gráfico). Sin embargo, con los años se fueron creando las condiciones para una crisis mucho mayor. Blanchard citó cuatro condiciones: la subestimación del riesgo de los nuevos activos; la falta de transparencia de los productos financieros derivados incluidos en los balances de las entidades financieras; la interrelación entre estas, en el plano nacional e internacional, y el alto apalancamiento de todo el sistema financiero.

**Los activos creados, comprados y vendidos parecían mucho menos riesgosos de lo que eran.** Con una perspectiva de precios de las viviendas estables o en alza, las hipotecas de alto riesgo parecían relativamente seguras: el valor de una hipoteca puede ser mayor al de una casa, pero el desequilibrio iría desapareciendo al subir los precios. Ahora sabemos que esto se basaba en una premisa falsa: si el precio de las viviendas bajaba, muchas hipotecas superarían el valor de la casa, lo que originaría incumplimientos y ejecuciones. ¿Por qué las personas que contraían estas hipotecas y las entidades que las otorgaron subestimaron tanto su verdadero riesgo? Se han barajado muchas explicaciones y culpables; todos tienen una parte de verdad, pero solo una parte.

Según Blanchard, hay una explicación más general. La historia enseña que las épocas de bonanza suelen dar lugar a auges crediticios, la creación de activos marginales y la emisión de créditos marginales. Deudores y acreedores observan la distribución histórica reciente de los retornos y se llenan de excesivo optimismo sobre los retornos futuros. En la década de 2000 la coyuntura mundial era favorable, con un crecimiento sostenido y bajas tasas de interés. Además, acreedores y deudores habían constatado que el precio de las viviendas en Estados Unidos había subido año a año desde 1991, aun durante la recesión de 2001.

**Con la titulización, surgieron activos complejos y difíciles de valorar en los balances de las entidades financieras.** Este

fenómeno había empezado mucho antes, pero se intensificó en la última década. A mediados de 2008, más del 60% de todas las hipotecas de Estados Unidos estaban titulizadas —agrupadas en títulos respaldados por hipotecas— y la renta de estos valores se separaba en tramos según el riesgo ofrecido a los inversionistas.

¿Por qué floreció la titulización? Porque era y es una gran mejora en la asignación del riesgo y un avance esencialmente beneficioso. En efecto, observando los diversos países antes de la crisis, muchos (inclusive Blanchard) creían que la economía estadounidense resistiría la caída del precio de las viviendas mejor que la mayoría: el shock sería amortiguado más fácilmente, ya que lo absorberían una gran cantidad de inversionistas (y no unas pocas entidades financieras). Este argumento no contemplaba dos aspectos importantes: primero, que la complejidad dificultaba la transparencia. Si bien era posible valorar carteras hipotecarias simples, era difícil hacerlo con derivados estructurados en tramos y más aún con títulos derivados de los tramos de los derivados. De ahí que la inquietud sobre las hipotecas originales se tradujera en una gran incertidumbre sobre el valor de los derivados. En ese marco, al estar los títulos en poder de un gran número de entidades, la incertidumbre afectó a una gran cantidad de balances de todos los sectores.

**La titulización y la globalización intensificaron la interrelación entre las entidades financieras a nivel nacional e internacional.** Una de las primeras noticias de la crisis fue la exposición sorpresivamente alta de bancos regionales alemanes al crédito hipotecario de alto riesgo de Estados Unidos. Pero la realidad va mucho más allá de este ejemplo. Los activos externos de los bancos de cinco de las mayores economías avanzadas aumentaron de US\$6,3 billones en 2000 a US\$22 billones en junio de 2008. A mediados de 2008, solo los activos de estos bancos sobre mercados emergentes superaban los US\$4 billones. Es de imaginar lo que esto supondría si, por algún motivo, esos bancos decidieran reducir su exposición externa, como está sucediendo ahora.

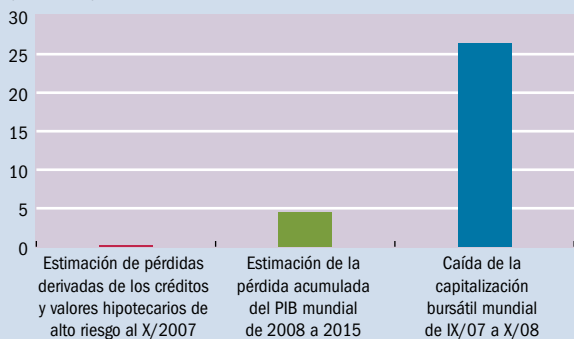
**Aumento del apalancamiento dentro del sistema financiero.** Esta fue la última condición inicial clave. Las entidades financieras financiaron sus carteras con cada vez menos capital, elevando así la tasa de retorno sobre el mismo. ¿Por qué? Sin duda el optimismo y la subestimación del riesgo tuvieron que ver. Otro factor importante fueron las lagunas jurídicas. Se dejó que los bancos redujeran sus requerimientos de capital, transfiriendo activos de sus balances a vehículos de inversión estructurada. En 2006, el valor de los activos no incluidos en los balances de Citigroup (US\$2,1 billones) superó el valor de los activos incluidos en los mismos (US\$1,8 billones). El problema fue mucho más allá de los bancos. Por ejemplo, a fin de 2006 las aseguradoras de riesgos específicos, como el incumplimiento de los bonos municipales, que actuaban fuera del perímetro regulatorio (“las aseguradoras monolínea”), tenían un capital de US\$34.000 millones para respaldar indemnizaciones por activos valorados en más de US\$3 billones.

Las consecuencias de un fuerte apalancamiento si estallaba una crisis eran claras. En caso de reducirse el valor de los acti-

### Amplificación de la crisis

Las pérdidas derivadas de los créditos de alto riesgo fueron limitadas comparadas con las posteriores pérdidas bursátiles.

(1960=100)



Fuentes: FMI, *Global Financial Stability Report y Perspectivas de la economía mundial* (actualización y estimaciones de noviembre), y World Federation of Exchanges. Estimaciones de noviembre de 2008.



vos y aumentar la incertidumbre con respecto a su valor, a mayor apalancamiento, más posibilidad de descapitalización e insolvencia de la entidad. Eso fue precisamente lo que pasó.

### Cómo se extendió la crisis

La extensión de la crisis inicial es fruto de dos mecanismos: la incapacidad de algunos bancos de autofinanciarse y el efecto de los requerimientos mínimos de capital bancario.

*El primer mecanismo de amplificación es la versión actual de los episodios de pánico bancario.* En los episodios de pánico bancario de la Gran Depresión, eran los depositantes quienes sacaban su dinero de los bancos. Desde entonces ocurrieron dos cambios. Primero, actualmente, en la mayoría de los países los depositantes están asegurados, por lo que tienen poco incentivo para retirar sus fondos del banco. Además, los bancos y otras entidades financieras se financian mayormente en los mercados monetarios a través del financiamiento mayorista de corto plazo.

Los episodios actuales ya no son de pánico bancario: lo que sucede es que las entidades consideradas en riesgo ya no pueden financiarse en los mercados monetarios. El resultado es el mismo de los viejos episodios: ante su menor capacidad de obtener crédito, las entidades deben vender activos. En la medida en que se trata de un fenómeno macroeconómico, pueden existir inversionistas acaudalados dispuestos a comprar activos. Si además la valoración de los activos es especialmente difícil para los inversionistas externos, es probable que se vendan a precios de remate, inferiores al valor presente esperado de los pagos generados por el activo en cuestión. Esto a su vez supone que la venta de activos por parte de una entidad hace caer aún más el valor de todos los activos similares, no solo en el balance del vendedor, sino en el de todas las entidades que los poseen. Esto reduce el capital de las entidades, obligándolas a vender activos, y así sucesivamente.

El mecanismo de amplificación está en marcha y es fácil ver cómo las condiciones iniciales determinan el alcance de la amplificación: cuanto menos transparentes y, por lo tanto, más difíciles de valorar sean los activos, más crece la incertidumbre, aumentando el riesgo percibido de insolvencia y la probabilidad de que ocurran episodios de pánico bancario. Por la misma razón, será más difícil encontrar inversionistas externos que compren estos activos y su precio sufrirá mayores descuentos. En la medida en que la titulización pone en riesgo a una mayor cantidad de entidades, un mayor número de ellas estarán expuestas a estos episodios. Finalmente, en la medida en que las entidades estén más endeudadas, es decir, tengan un menor coeficiente de capital/activos, crece la probabilidad de insolvencia, aumentando nuevamente la posibilidad de que se registre pánico bancario. Como vimos, todos estos factores eran muy evidentes al inicio de la crisis,

por lo que el mecanismo de amplificación ha actuado con particular fuerza.

*El segundo mecanismo de amplificación proviene de la necesidad de las entidades financieras de mantener un coeficiente de capital adecuado.* Frente a la reducción del valor de sus activos y por ende de su capital, las entidades financieras deben mejorar su coeficiente de capital, ya sea para cumplir con las normas o para convencer a los inversionistas de que están adoptando medidas

para reducir el riesgo de insolvencia. Entonces tienen la opción de captar más fondos de inversionistas externos o disminuir su apalancamiento, vendiendo activos o reduciendo los créditos otorgados. En una crisis macroeconómica, puede ser difícil encontrar capital privado adicional, por las mismas causas ya citadas: quizás existan pocos inversionistas acaudalados dispuestos a aportar fondos. Además, dado que los activos en manos de las entidades financieras son difíciles de valorar, los inversionistas se mostrarán reacios a invertir en las entidades que los poseen. En esta situación, la única

opción es vender parte de sus activos. Entonces se pone en marcha el mismo mecanismo: la venta de activos da lugar a precios de remate, lo que afecta los balances de todas las entidades que los poseen, lo que da lugar a más ventas, y así sucesivamente. Nuevamente, la falta de transparencia, la interrelación y el apalancamiento implican una mayor amplificación.

Los dos mecanismos son distintos. En teoría, pueden producirse episodios de pánico bancario aun sin una caída inicial del valor de los activos. Se trata de la denominada multiplicidad de los equilibrios: si el financiamiento se interrumpe, los activos deben liquidarse a precios muy bajos, lo que justifica la interrupción en el financiamiento en primer término. Pero es más probable que ocurran episodios de pánico bancario cuanto más dudoso sea el valor de los activos. En teoría, es posible que las empresas quieran recomponer su coeficiente de capital, aun cuando no tengan problemas de financiamiento a corto plazo y no se expongan a estos episodios.

Ambos mecanismos interactúan, sin embargo, de muchas formas. Una entidad expuesta a un episodio de pánico bancario puede, en vez de vender activos, suspender el crédito a otra entidad, que a su vez puede verse obligada a vender activos. Una de las vías a través de las cuales la crisis pasó de las economías avanzadas a las emergentes fue la interrupción del crédito de las entidades financieras de los países avanzados a sus filiales extranjeras, obligándolas a su vez a vender activos o suspender el crédito a prestatarios internos. La conjunción de estos factores contribuyó a desatar una tormenta perfecta, de consecuencias devastadoras para la economía mundial. ■

#### Referencia:

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).

## Los episodios actuales ya no son de pánico bancario: lo que sucede es que las entidades consideradas en riesgo ya no pueden financiarse en los mercados monetarios.

# Las consecuencias de jugar con fuego



**En todo el espectro de los mercados emergentes, hubo empresas que suscribieron contratos de derivados exóticos que les ocasionaron enormes pérdidas**

*Randall Dodd*

**P**OR SUS NOMBRES parecería que fueran juguetes o cuentos para niños —KIKO en Corea, TARN en Brasil y otros países—, pero en realidad forman parte de un modelo de negocios basado en el uso —o abuso— de instrumentos derivados exóticos con resultados muy reales. Algunas transacciones en estos derivados causaron pérdidas elevadas que contribuyeron a sembrar el pánico en los mercados cambiarios y contagiaron la crisis financiera a los mercados emergentes. Por sus serias consecuencias, el presidente de la asociación de empresarios de Polonia las denominó “producto del demonio”.

Las primeras pérdidas correspondieron a empresas privadas del sector de bienes transables. La mayoría eran exportadoras que al parecer utilizaban los derivados para protegerse de una depreciación de su moneda. Pero cuando las monedas, al contrario, se depreciaron y se revelaron las pérdidas, los mercados cambiarios se tambalearon ya que las empresas tenían que conseguir a cualquier costo dólares a cambio de moneda nacional para cubrir sus pérdidas. Las pérdidas directas han sido generales e ingentes. Se calcula que unas 50.000 empresas de mercados emergentes se han visto afectadas, entre ellas 10% de los exportadores de Indonesia y 571 exportadores pequeños y medianos de Corea. Según estimaciones, las pérdidas ascienden a US\$28.000 millones en Brasil, US\$3.000 millones en Indonesia y US\$5.000 millones en México y Polonia. El sector privado no fue el único que perdió. La empresa estatal petrolera de Sri Lanka perdió US\$600 millones, y Citic Pacific de China, US\$2.400 millones.

El fenómeno parece generalizado. También han declarado pérdidas los exportadores y otras empresas de India, Malasia y la RAE de Hong Kong. Lo mismo ocurrió en Brasil y México (véase “Cobertura o apuesta” en esta edición).

## **Tema para debatir**

Las autoridades de política sostienen candentes debates sobre cómo lidiar con derivados exóticos que tienen nombres que

parecen inofensivos como KIKO y TARN (véase el recuadro). Se discuten dos cuestiones fundamentales: ¿Las empresas buscaban cobertura, es decir, protegerse de las oscilaciones cambiarias, o estaban especulando? Y los bancos, en su calidad de intermediarios de los derivados, ¿simplemente satisfacían las necesidades de sus clientes o utilizaron prácticas engañosas?

Como es casi imposible saber qué pensaban los clientes o los corredores, los debates generan más calor que luz. En este artículo se procura describir los derivados, analizar su adecuación para la protección y la especulación, y sugerir algunas medidas que contribuyan a evitar los abusos.

El interés público en estos productos financieros exóticos radica en que sus repercusiones en las economías de los mercados emergentes fueron mayores que el impacto directo sobre las empresas mismas. Una vez que la depreciación de la moneda nacional empezó a generar grandes pérdidas para los inversionistas en KIKO o TARN, se agitaron los mercados cambiarios locales y aumentaron las presiones de venta. Por la escasa transparencia del mercado de estos derivados, los mercados no conocían ni los montos de las transacciones pendientes o de las pérdidas potenciales, ni sus propietarios. La incertidumbre originó temor, y

## **Atractivo pero potente**

Los vendedores de derivados suelen dar a los instrumentos exóticos nombres atractivos para facilitar su venta. KIKO significa “knock-in knock-out”, siendo “knock-out” el punto en el que se eliminan las ganancias adicionales para los inversionistas. TARN significa “target redemption note”, un contrato según el cual, una vez alcanzado un monto objetivo de rescate, terminan las ganancias adicionales. TARN también puede designar contratos a término o *swaps*. Los nombres de otros derivados similares, Snowball y Accumulator, sugieren una posible acumulación de ganancias (y pérdidas) extraordinarias.

luego un pánico autoalimentado. Esto deprimió aún más las cotizaciones, multiplicando las pérdidas en los derivados.

La confianza de los inversionistas también se resintió. En los mercados emergentes, se desplomaron los precios de las acciones y se dispararon los diferenciales de crédito. Los inversionistas extranjeros retiraron capitales, y quedó en entredicho el refinanciamiento de la deuda externa. La crisis financiera mundial originada en el mercado de la vivienda estadounidense había llegado a los mercados emergentes.

### Primera aparición

Las dificultades empezaron el año pasado con dos casos, al parecer no relacionados, de empresas no financieras, cuyas coberturas cambiarias registraron problemas. Estas transacciones están diseñadas para contrarrestar las pérdidas que se producen cuando el valor de los ingresos por exportaciones disminuye en relación con el valor de la moneda nacional (que se necesita para sufragar los costos de producción). Las coberturas cambiarias son muy importantes para exportadores e importadores con ingresos o gastos en moneda extranjera que desean proteger sus ingresos en moneda nacional. El caso típico es el de un exportador que asume una posición larga en la moneda de su país, es decir, compra un contrato de derivados que prevé un aumento del valor de la moneda nacional, generalmente frente al dólar.

No obstante, pronto surgió una tendencia. En por lo menos siete países de Asia —China, Corea, India, Indonesia, Japón, Malasia y Sri Lanka— más Brasil, México y Polonia, las pérdidas provenían de contratos muy parecidos entre experimentados corredores de derivados y empresas no financieras, generalmente menos experimentadas. En Corea, estos derivados se denominaban KIKO, y en otros países TARN, futuros rescatables o depósitos en dos monedas. En Japón se llamaron *swaps* de cupones cambiarios.

Lo alarmante de las pérdidas era su cuantía. Se revelaron pérdidas excesivas en relación con estimaciones razonables de los ingresos de exportación de las empresas, y algunas rápidamente se vieron obligadas a solicitar concurso de acreedores. Este no es el resultado normal de las operaciones de cobertura. Las enormes pérdidas generaron tormentas en el ámbito de la política financiera y se convirtieron en un escándalo.

### ¿En qué consistían estos instrumentos?

Si bien sus nombres varían de un país a otro, la estructura económica básica de las transacciones de tipo KIKO y TARN es la misma.

- El derivado ofrece una posición larga: es decir, ganancias al inversionista si aumenta el valor de la moneda subyacente. La posición normalmente estaba denominada en la moneda nacional, aunque en Sri Lanka las transacciones estaban denominadas en crudo, y en Japón en dólares australianos.

- El derivado generaba pagos mensuales por un período de un año, o a veces dos. Los KIKO utilizaban opciones de compra de la moneda a determinado precio por un cierto período y opciones de venta cortas. Se creaba el equivalente de un contrato de futuros o a término, en que el inversionista se beneficiaba de un alza del precio subyacente o pierde ante una baja.

- Las ganancias potenciales de la transacción tenían un tope o límite. En ciertos casos la cláusula de “knock-out”

cancelaba el pago mensual si la moneda extranjera se apreciaba por encima de un determinado nivel, y en otros casos el contrato terminaba si las ganancias acumuladas alcanzaban cierto nivel objetivo.

- Las pérdidas potenciales no tenían límite y, de hecho, los derivados fueron estructurados de modo que a menudo las pérdidas se acumulaban a un ritmo doblemente mayor que el de la disminución del tipo de cambio subyacente o precio de referencia.

- El pago inicial o prima por participar en estas transacciones era de cero.

### Un debate necesario

Resulta difícil saber si las empresas no financieras intentaban protegerse contra un nuevo aumento de su moneda o simplemente especular, y hasta qué punto entendían el perfil de riesgo-rentabilidad de estas transacciones. Asimismo, es difícil saber si los corredores que ofrecían estos derivados intentaban satisfacer las necesidades de sus clientes o aprovecharse de ellos.

Sea cual fuere el motivo, los resultados fueron claros, como lo era el carácter económico de estos contratos. Estos derivados exóticos eran instrumentos inadecuados de cobertura o especulación, y probablemente ningún inversionista experimentado los habría firmado intencionalmente. El debate de política debería centrarse menos en averiguar qué pensaban los corredores de derivados y los inversionistas y más en buscar la mejor manera de hacer que se utilicen eficazmente los derivados correctos para el riesgo que se desea cubrir, proteger a las partes de prácticas de intermediación abusivas y restringir las transacciones especulativas a empresas e individuos idóneos.

Los derivados exóticos no son indicados para la cobertura de riesgos porque no se ajustan fielmente a los perfiles de riesgo de las empresas. Las empresas efectivamente necesitan protección contra la apreciación de la moneda nacional, pero los instrumentos KIKO y TARN no funcionan como cobertura si la apreciación de la moneda “noquea” los pagos o activa el rescate de los contratos. Además, las ganancias potenciales de un exportador al depreciarse la moneda —porque sus productos se tornan más competitivos— no se comparan con la duplicación de la tasa de pérdida generada por una depreciación.

Estos derivados tampoco son adecuados para empresas que no pueden absorber una duplicación de las pérdidas por depreciación de la moneda, como lo muestran las quiebras que ocurrieron. Un principio fundamental de idoneidad es que el inversionista debe poder absorber las pérdidas potenciales.

Además, incluso en el caso de que las empresas del sector de bienes transables intentaran especular, estos derivados distaban mucho de ser los mejores instrumentos. Un futuro cambiario o un contrato a término o *swap* corriente ofrecerían el mismo o mejor potencial al alza, sin exponer al especulador a un doble riesgo a la baja.

Si los KIKO y los TARN no ofrecían buena protección ni eran la mejor opción para especular, ¿por qué se negociaron en cantidades tan grandes? Una hipótesis es que los inversionistas no eran muy sofisticados, no fueron bien informados o no conocían

los riesgos. De hecho, los mercados financieros internacionales habían sido benignos por un tiempo tan largo que los inversionistas en muchos mercados empezaron a subestimar ciertos riesgos y las empresas no financieras presumiblemente eran menos sofisticadas que los grandes bancos que ofrecían estos negocios.

Otra hipótesis es que los bancos a veces presionaban a los inversionistas para firmar estos contratos como condición para renovar sus préstamos. Algunas autoridades financieras de mercados emergentes, en entrevistas con el autor, dijeron que habían recibido quejas de tal conducta. No obstante, otra explicación de la popularidad de los KIKO y TARN podría ser que estos tenían un precio atractivo para los inversionistas, pese a los mayores riesgos, ya que ofrecían tipos de cambio mejores que los del mercado para las opciones y futuros normales. Esto último supondría que los inversionistas sabían algo de estas inversiones exóticas y sus riesgos; pero eso todavía no significa que fueran la mejor opción. Si los inversionistas aceptaron cabalmente esa combinación de riesgos y rentabilidad, se habría configurado una operación peligrosamente ineficiente en la que empresas no financieras vendían seguros contra riesgos extremos de enormes proporciones a empresas financieras más sofisticadas.


### Qué deben hacer las autoridades

Existen considerables incentivos para que las empresas se protejan, y si las empresas no temieran engaño o dolo habría más actividad de cobertura real. La cobertura no habría generado las escandalosas pérdidas suscitadas por estas transacciones en derivados exóticos en tantos mercados emergentes. Para es-

timular las actividades de cobertura y contribuir a que no se repitan las recientes pérdidas y perturbaciones causadas por inversiones exóticas en los mercados cambiarios, podrían aplicarse medidas como las siguientes:

- A nivel nacional, aclarar y reforzar las leyes antifraude y de protección al inversionista para desestimular el uso de transacciones indebidas de derivados.
- Exigir la declaración de transacciones en derivados. La declaración de precios y otros datos de las transacciones en derivados daría más transparencia al mercado y otorgaría a las autoridades nacionales y multinacionales mayor capacidad de supervisión para detectar problemas potenciales antes de que crezcan.
- Reglamentar la creación de derivados nuevos y complejos, o al menos su uso por parte de empresas que no sean especuladoras calificadas, utilizando listas de instrumentos financieros aceptables o listas de los prohibidos.
- Se requiere una supervisión multilateral para monitorear los mercados a nivel mundial y, entre otras funciones, detectar patrones de mala conducta en el mercado o transacciones abusivas como las ocurridas con los KIKO y los TARN. La autoridad, a través de sus relaciones con los supervisores nacionales, debería estar en condiciones de informarles rápidamente de los casos que despierten inquietud o sospecha. Por su carácter supranacional, el FMI podría realizar esa tarea y ya posee algunos de los recursos necesarios y canales de cooperación formal con sus países miembros. ■

*Randall Dodd es Experto Principal en temas financieros del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)

To learn more about SIPA, please visit:  
[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)



# Nuevas opciones de financiamiento

**Cuando el financiamiento escasea, los países en desarrollo deben utilizar enfoques innovadores para obtener capital**

Cocina de un restaurante en Vermont, Estados Unidos: Los grupos de emigrantes son potenciales compradores de bonos de la diáspora.

*Suhas Ketkar y Dilip Ratha*

**L**OS PAÍSES en desarrollo tienen una deuda pendiente a corto plazo de casi un billón de dólares. Según el Banco Mundial, se enfrentan a un déficit de financiamiento de entre US\$370.000 millones y US\$700.000 millones. Ante la grave crisis de confianza en los mercados de deuda, les resultará sumamente difícil obtener financiamiento privado a través de los instrumentos financieros tradicionales. Se necesitan enfoques innovadores, especialmente para los prestatarios del sector privado de países en desarrollo, que podrían sufrir un racionamiento del crédito incluso mayor que los del sector público.

La escasez de capital frena el crecimiento y la generación de empleo a largo plazo en muchos países en desarrollo con acceso limitado al capital aun en coyunturas favorables. La ayuda oficial por sí sola no bastará para cerrar la brecha de financiamiento a corto o a largo plazo. En última instancia, será necesario el financiamiento oficial para estimular el flujo de fondos privados hacia países en desarrollo, mediante mecanismos financieros innovadores como la búsqueda de nuevos inversionistas, o la creación de estructuras reforzadas de crédito para continuar atrayendo a los inversionistas actuales.

Ello no es tan fácil, sobre todo en medio de una crisis financiera que se profundiza. Con todo, la crisis de la deuda de los años ochenta finalmente se resolvió con la creación, en 1989, de los bonos Brady, en alusión al entonces Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, que titulizaron la deuda bancaria de países principalmente latinoamericanos, a fin de que la adquiriera una amplia base de inversionistas en forma de bonos negociables.

Entre los mecanismos innovadores de financiamiento de mercado que podrían utilizar los países en desarrollo figuran los préstamos provenientes de sus comunidades expatriadas

(la diáspora), la titulización de ingresos futuros y la emisión de bonos indexados en función del crecimiento. En principio se estima que los países de África subsahariana podrían recaudar entre US\$5.000 millones y US\$10.000 millones mediante la emisión de bonos de la diáspora y US\$17.000 millones titulizando las remesas y otros ingresos futuros.

## **Bonos de la diáspora**

Los gobiernos de India e Israel han recaudado unos US\$40.000 millones entre sus nacionales expatriados, a menudo durante crisis de liquidez, para financiar la balanza de pagos y proyectos de infraestructura, vivienda, salud y educación. Los bonos de la diáspora emitidos por la Corporación para el Desarrollo de Israel (CDI) han figurado repetidamente en el programa anual de financiamiento externo de ese país y le han permitido recaudar más de US\$25.000 millones desde 1951. El Banco del Estado de India (SBI, por sus siglas en inglés) ha emitido estos bonos de la diáspora en solo tres ocasiones: 1991, tras la crisis de la balanza de pagos; en 1998, después de los ensayos nucleares del país, y en 2000. El SBI ha recaudado US\$11.300 millones. Los inversionistas de la diáspora judía pagaron una fuerte prima (que se puede considerar un gran descuento patriótico) al comprar los bonos CDI. Los de India adquirieron bonos SBI cuando prácticamente se habían agotado las fuentes ordinarias de financiamiento de su país.

Los bonos de la diáspora tienen una doble justificación. Para los países, representan una fuente estable y económica de financiamiento externo, especialmente en épocas de tensión financiera. Para los inversionistas, ofrecen la oportunidad de demostrar patriotismo ayudando a su país. Además, en el peor de los casos, el servicio de la deuda se pagará en moneda local y no en divisas; pero como los inversionistas de la diáspora suelen tener deudas

en su país de origen, quizá tengan mucho menos temor que otros inversionistas de recibir los pagos en moneda local.

Estados Unidos tiene grandes comunidades de las diásporas de Asia (Filipinas, India, China, Vietnam y Corea), América Latina y el Caribe (El Salvador, República Dominicana, Jamaica, Colombia, Guatemala y Haití) y Europa oriental (Polonia); Japón tiene grupos de Corea y China; el Reino Unido de India y Pakistán; Alemania de Turquía, Croacia y Serbia; Francia de Argelia y Marruecos, y Sudáfrica tiene inmigrantes de países vecinos del África meridional. Una gran cantidad de emigrantes de India, Pakistán, Filipinas, Bangladesh, Indonesia y África en los países del Golfo ricos en petróleo también podrían comprar bonos de la diáspora.

Los bancos o emisores que deseen ingresar al mercado al por menor de Estados Unidos probablemente tendrán que inscribir sus bonos de la diáspora ante la Comisión de Bolsa y Valores de ese país, cuyas normas de información podrían resultar desalentadoras para los países con instituciones financieras poco sólidas; pero quizá los países con una considerable diáspora en Europa, donde las normas son relativamente menos rigurosas, puedan recaudar fondos allá. También se podrían emitir bonos diáspora en Malasia, la RAE de Hong Kong, Rusia, Singapur y Sudáfrica.

### Titulización de flujos futuros

La palabra titulización cayó en desgracia porque la deuda titulizada en Estados Unidos originó la actual crisis mundial. Pero la causa principal no fue la titulización, sino la valoración excesivamente optimista de los activos subyacentes. En tanto que no se repita ese error y se ofrezca una holgada cobertura que contemple descensos del valor de las garantías subyacentes, la titulización de ingresos en divisas seguirá siendo una opción viable para los países en desarrollo que necesitan recaudar fondos en el entorno actual de baja aceptación del riesgo.

Desde que la empresa mexicana Telmex titulizó por primera vez sus ingresos futuros en dólares de EE.UU., las principales centrales de riesgo han calificado más de 400 transacciones de ese tipo, por un valor de US\$80.000 millones. Se han titulizado una gran variedad de ingresos futuros, como exportaciones de petróleo, minerales y metales; pasajes aéreos, comprobantes de tarjetas de crédito, remesas electrónicas y en papel, y llamadas telefónicas internacionales; regalías petroleras y gasíferas, e ingresos tributarios. Una innovación más reciente es la titulización de los derechos de pago diversificados (DPR, por sus siglas en inglés), que incluyen todos los efectos por cobrar en divisas que pasan por el sistema de pagos internacionales. Los DPR se consideran una garantía aceptable porque la diversidad de las fuentes imprime estabilidad a los flujos. En el período 2002–04, en que Brasil tuvo dificultades de acceso a los mercados internacionales de capital, muchos bancos brasileños titulizaron futuros DPR en divisas y recaudaron US\$4.900 millones.

Al estar garantizados por ingresos futuros en divisas, las transacciones titulizadas priman sobre los intereses de los acreedores actuales y futuros. En un mercado de capital perfecto, ello podría elevar el costo del crédito futuro y eliminar la principal justificación para la titulización (Chalk, 2002); pero los mercados de capital de muchos países en desarrollo

distan de ser perfectos, y a los acreedores les podría resultar difícil distinguir entre los riesgos buenos y malos, facilitando así la titulización.

En las transacciones respaldadas mediante corrientes futuras de ingresos, los pagos no ingresan al país del emisor hasta que este haya satisfecho sus obligaciones frente a los tenedores de bonos. Si bien esta estructura reduce los riesgos soberanos de transferencia y convertibilidad, existen otros riesgos, entre ellos:

- Riesgo de *desempeño*, relacionado con la capacidad del emisor de generar los ingresos.
- Riesgo del *producto*, relacionado con la estabilidad de los flujos de ingresos ante las fluctuaciones de precios y volúmenes.
- Riesgo de *desviación*, si el gobierno del emisor traslada las ventas a clientes que no canalizan sus pagos a través del fideicomiso.

Muchos de estos riesgos pueden reducirse seleccionando bien los ingresos futuros y cubriéndolos holgadamente. Esto último ha resultado crucial ante los desastrosos resultados recientes de los valores respaldados por hipotecas.

No obstante, la emisión de bonos titulizados está muy por debajo de su potencial, debido a la falta de efectos por cobrar de buena calidad y entidades locales sólidas, así como la ausencia de leyes claras, especialmente en materia de quiebras. Aun así, existen menores barreras hoy que hace una década.

### Bonos indexados al crecimiento

Los pagos de servicio de la deuda correspondiente a bonos de cupón fijo pueden estar en conflicto con la capacidad de pago de un país. Cuando un shock interno o externo frena el crecimiento, descienden los ingresos y aumentan los gastos en las redes de protección social. El consiguiente aumento de la presión sobre el gasto público puede llevar a un país a tener que elegir entre un incumplimiento de la deuda externa y la adopción de políticas que incrementan los fondos disponibles para el servicio de la deuda pero agravan la caída del producto. Los bonos indexados al ritmo de crecimiento están diseñados para conjurar este problema. Sus cupones varían según las cifras de crecimiento del PIB de un país, que son representativas de su capacidad de pago. Esto le permite seguir una política fiscal anticíclica: pagar menos en las fases recesivas y más en las expansivas. Es posible que los países en desarrollo estén dispuestos a pagar una tasa de interés mayor en los bonos indexados que en los bonos de cupón fijo para evitar una posible cesación de pagos.

La idea circula desde hace algún tiempo, pero pese a su atractivo aparente, los bonos indexados al crecimiento no han cobrado fuerza. Solo unos pocos países en desarrollo —Argentina, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria y Costa Rica— han incorporado cláusulas o que elevan los pagos si el crecimiento del PIB supera cierto umbral. Los *warrants* indexados al PIB de Argentina, por ejemplo, estipulan un pago del 5% del exceso del PIB anual en los años en que su tasa de crecimiento supere la tendencia. El bajo valor inicial en el mercado de estos *warrants* mejoró en 2007 ante los buenos resultados económicos de Argentina.

El uso de bonos indexados al crecimiento no se ha generalizado por las inquietudes con respecto a la exactitud de los datos sobre el PIB, la posibilidad de que se declaren deliberadamente cifras inferiores de crecimiento y la complejidad de los bonos.

Estos obstáculos no son insuperables, pero hasta el momento la liquidez de dichos bonos ha sido baja y al parecer tienen una prima por “novedad” (Costa, Chamon y Ricci, 2008).

A semejanza de los bonos soberanos indexados al crecimiento, los prestatarios subsoberanos podrían emitir bonos

### Calificaciones soberanas y acceso al mercado

El acceso de los países en desarrollo a los mercados de crédito depende no solo del tipo de deuda ofrecida sino también de la evaluación de las agencias calificadoras que, al aplicarse a un país, se denominan calificaciones de crédito soberano. Estas calificaciones también ofrecen un parámetro de referencia para los prestatarios subsoberanos.

En general, los diferenciales de la deuda soberana bajan al mejorar la calificación del crédito soberano, sobre todo cuando esta llega al grado de inversión (véase el gráfico). Aún así, la falta de calificación podría ser peor que una baja calificación. En 2005, la inversión extranjera directa (IED) representaba el 85% de los flujos de capital privado a los 70 países en desarrollo que no tienen calificación. Los préstamos bancarios constituían la mayor parte del resto. En cambio, los flujos de capital hacia los países calificados eran mucho más diversificados: aproximadamente 55% por IED, 15% por préstamos bancarios, hasta 25% por bonos y casi 5% por inversión en acciones. Incluso los países con calificación B salen mejor librados. Un examen de 55 países no calificados revela que eran más solventes de lo que se creía: ocho de ellos probablemente estarían por encima del grado de inversión; otros 18 entre la categoría B y BB. Esto indica que algunos países en desarrollo sin calificación tendrían posibilidades de obtener financiamiento en los mercados mundiales de capital. No obstante, el acceso a la deuda debe venir acompañado de prácticas de gestión prudente. Además, los países que se benefician de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral del FMI y el Banco Mundial deben procurar no endeudarse frente a inversionistas oportunistas.

### La venta de las calificaciones

Cuanto mayor sea la calificación de crédito de un país de mercado emergente, más barata le resultará la recaudación de fondos. Los costos aumentan drásticamente cuando la calificación es inferior al grado de inversión.

(Diferencial, puntos básicos)



Fuentes: Cálculos del autor; Dealogic Analytics.

Nota: Calificaciones de Standard & Poor's. El grado de inversión se sitúa entre AA y BBB-. Los diferenciales representan la diferencia entre la tasa de interés que paga el gobierno de un mercado emergente por la deuda soberana emitida y la tasa de valores semejantes del Tesoro de Estados Unidos. Un punto básico es una centésima de punto porcentual.

indexados, cuyos cupones podrían estar vinculados a un indicador bien definido de los resultados de prestatario. Este podría ser, por ejemplo, una meta de ingreso fiscal en el caso de un gobierno provincial o municipal, o el tiempo de despacho o de tránsito en el caso de una autoridad portuaria; en el caso de una sociedad privada, podría ser el nivel de utilidades (Ramachandran, Gelb y Shah, 2009). Estos instrumentos aún no se han ensayado, pero podrían resultar útiles para grandes prestatarios subsoberanos de mercados emergentes.

### Cuestiones de política pública

Al igual que en casos anteriores de innovación financiera, los bonos de la diáspora, los valores garantizados por flujos futuros y los bonos indexados al crecimiento facilitan el acceso de los países en desarrollo al financiamiento. La titulización de flujos futuros transfiere el riesgo de crédito de los prestatarios, mejorando así la calificación crediticia y la liquidez. Los bonos de la diáspora ayudan a reforzar la liquidez. Los bonos indexados al crecimiento permiten reducir el riesgo de crédito ya que los cupones están vinculados con la capacidad de pago y refuerzan la liquidez al brindar a los acreedores una opción sobre los resultados de prestatarios soberanos y subsoberanos.

Las instituciones multilaterales y los donantes oficiales pueden contribuir a promover innovaciones basadas en el mercado. Para ello proporcionan mejoras crediticias a países en desarrollo con agudos déficits de financiamiento, asistencia técnica sobre los marcos jurídicos, la estructuración, la fijación de precios o la gestión del riesgo. También pueden ayudar a determinar las calificaciones soberanas, lo cual abre el acceso a los mercados internacionales de capital para los países pobres de África, muchos de los cuales no tienen calificación (véase el recuadro) y suministrar capital para pagar las comisiones de los bancos de inversión y los costos de calificación que supone la estructuración de instrumentos respaldados mediante ingresos futuros. También podrían ofrecer garantías parciales para los flujos futuros a fin de mitigar el riesgo y catalizar flujos privados. ■

Suhas Ketkar es Profesor de Economía en la Universidad de Vanderbilt y Dilip Ratha es Economista Principal del Grupo de Análisis de las Perspectivas de Desarrollo del Banco Mundial.

Artículo basado en *Innovative Financing for Development*, por Suhas Ketkar y Dilip Ratha, publicado en 2008 por el Banco Mundial.

#### Referencias:

Chalk, Nigel A., 2002, “The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines”, *IMF Working Paper 02/106* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Costa, Alejo, Marcos Chamon y Luca Antonio Ricci, 2008, “Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants”, *IMF Working Paper 08/109* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb y Manju Kedia Shah, 2009, *Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It?* (Washington: Center for Global Development).

# ¿Cobertura o apuesta?

**Las empresas de América Latina emplearon nuevas técnicas para protegerse de las fluctuaciones cambiarias. Algunas las usaron para apostar, y terminaron perdiendo en grande**

*Herman Kamil, Bennett W. Sutton y Chris Walker*

**E**NDEUDARSE en moneda extranjera puede ser un arma de doble filo para las empresas en mercados emergentes. A menudo los pasivos en moneda extranjera permiten obtener financiamiento a menor costo y plazos más largos que los contraídos en moneda local, pero también pueden exponer los balances a las oscilaciones del tipo de cambio. A fines de la última década y comienzos de la actual, la fuerte depreciación de las monedas en varios países de América Latina elevó el valor de las obligaciones en moneda extranjera de las empresas en relación con sus activos e ingresos, comprometiendo en muchos casos la capacidad de repago de sus deudas. Esto, a su vez, exacerbó los problemas del sistema bancario de muchos de esos países.

En la última década, las empresas han enfrentado mayores fluctuaciones diarias del tipo de cambio, a medida que muchos países han flexibilizado más su régimen cambiario. Los tipos de cambio más flexibles han permitido un mejor ajuste ante los shocks externos y una mayor independencia de la política monetaria. Además, han sido un incentivo para que las empresas administraran mejor su riesgo cambiario porque ya no podían depender de que el banco central mantuviera los movimientos de la moneda dentro de una banda preanunciada.

En un estudio reciente (Fondo Monetario Internacional, 2008) se analizó la vulnerabilidad del sector empresarial de América Latina a las variaciones del tipo de cambio entre 1994 y 2007. Se observó que las empresas redujeron fuertemente la exposición de sus balances financieros a una fuerte devaluación de la moneda. Las empresas disminuyeron la proporción de deuda contraída en moneda extranjera, y al mismo tiempo recurrieron más a las coberturas cambiarias “naturales” (ingresos por exportaciones y activos en dólares) para compensar el riesgo en dólares resultante de sus pasivos. Pero después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se puso en evidencia un nuevo factor de vulnerabilidad. Algunas empresas, especialmente las más grandes y sofisticadas, habían utilizado contratos de derivados financieros para apostar a los movimientos del tipo de cambio, y terminaron sufriendo grandes pérdidas cuando las monedas locales cayeron estrepitosamente. Ello no solo generó problemas financieros para las empresas, sino también serias dificultades en los mercados de divisas.

## **Balances más sólidos**

Para analizar la vulnerabilidad del sector empresarial, se utilizó una nueva base de datos a nivel microeconómico que combina información de los balances financieros con datos del mercado accionario para 1.200 empresas (financieras y no financieras) que cotizan en los mercados bursátiles en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En ese estudio se describió la evolución de la posición neta en moneda extranjera de las empresas durante un lapso relativamente largo (1992–2007). Asimismo, se analizó la sensibilidad del precio de las acciones de las empresas a las variaciones del tipo de cambio en dos subperíodos, 1995–98 y 2004–07. Finalmente, se realizaron pruebas para determinar si la respuesta del valor de mercado de las empresas a las fluctuaciones cambiarias había variado a través del tiempo.

Se observó que en esta última década las empresas que cotizan en bolsa en América Latina han disminuido, en general, su vulnerabilidad al riesgo cambiario reduciendo sustancialmente el descalce de monedas en *sus balances*. Lo hicieron recurriendo menos a la deuda en moneda extranjera y calzando más sistemáticamente los pasivos con activos en moneda extranjera o con los flujos esperados de ingresos en dólares, con lo cual, en promedio, quedaron sustancialmente más protegidas frente al riesgo cambiario. También se observó que en una proporción significativa de empresas, el impacto de las variaciones del tipo de cambio en el precio de las acciones había disminuido considerablemente desde mediados de 2000. Estos resultados sugieren que las empresas son ahora más conscientes del riesgo cambiario, y en consecuencia adaptaron la estructura de sus balances y prácticas de gestión de riesgos a los potenciales desafíos de una mayor flexibilidad cambiaria.

## **La especulación de las empresas resultó ser desastrosa**

Pero algunas grandes empresas de Brasil y México se embarcaron en operaciones especulativas con derivados en moneda extranjera que las dejó expuestas a los movimientos del tipo de cambio. En lugar de usar esos instrumentos financieros para *cubrir*, o *aislar*, la exposición de sus balances frente a tales movimientos, algunos exportadores y otras empresas no financieras de esos dos países tomaron grandes posiciones especulativas en derivados para aprovechar la apreciación de la moneda local y los diferenciales positivos entre las tasas de interés locales y las tasas en dólares de



Estados Unidos, en general más bajas. Cuando el real brasileño y el peso mexicano se depreciaron fuertemente entre septiembre y noviembre de 2008, esas empresas sufrieron grandes pérdidas (véase el cuadro). Los bancos centrales intervinieron con fuerza en los mercados de divisas para contener el efecto de esas pérdidas y responder a la consiguiente demanda extraordinaria de dólares. Operaciones similares con derivados se registraron, con consecuencias también negativas, en varios mercados emergentes, como la República de Corea, Polonia e India (véase “Las consecuencias de jugar con fuego” en esta edición).

La exposición en derivados cambiarios a menudo consistía en opciones sobre divisas, que otorgan al inversionista el derecho de comprar o vender una moneda a un precio prefijado durante un determinado período de tiempo. En Brasil y México, algunas empresas entraron en complejas estructuras de opciones, ya sea como una apuesta contra la depreciación de la moneda local, o como una fuente de financiamiento menos costosa pero también más riesgosa que un préstamo bancario en dólares. Muchas de las posiciones resultantes estaban estructuradas de manera tal que las pérdidas se acumulaban más rápidamente después de depreciarse la moneda local más allá de un cierto valor. Aunque esas operaciones eran rentables cuando la moneda local se apreciaba, o incluso si el tipo de cambio no fluctuaba demasiado, las pérdidas aumentaron al depreciarse fuertemente las monedas tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

A cuánto ascendieron esas pérdidas es difícil de determinar, pero en Brasil y México fueron lo suficientemente grandes como para inducir una respuesta significativa de los bancos centrales. La exposición al riesgo cambiario por instrumentos derivados generó sustanciales pérdidas contables y amenazó con amplificar el shock posterior a septiembre en los mercados de divisas. Esto resultó de la mayor demanda de dólares por parte de las empresas para cubrir las garantías adicionales requeridas por sus contrapartes al ajustarse sus posiciones según precios de mercado. Ello llevó al banco central de México a realizar, por primera vez en una década, una importante intervención discrecional sin reglas preanunciadas. En Brasil, el banco central vendió contratos a futuro sobre dólares para ayudar a las empresas afectadas a cubrir o desarmar sus posiciones y reducir la volatilidad del mercado.

La fuerte caída que sufrieron las acciones de aquellas empresas que revelaron sus pérdidas por derivados es evidencia clara que la exposición a derivados cambiarios fue una “sorpresa” para los mercados.

### Consecuencias para las políticas

Una interpretación plausible de los resultados observados es que la tendencia en la mayoría de los países de la región hacia regímenes cambiarios más flexibles durante la última década ha dado a las empresas incentivos suficientes para administrar el riesgo cambiario y resistir mejor los shocks externos. A juzgar

por los episodios recientes de Brasil y México, sin embargo, a medida que los derivados financieros se vuelven más sofisticados y complejos es preciso adaptar el marco regulatorio a la evolución del mercado y reforzar las prácticas de supervisión prudencial.

Los organismos supervisores y el público necesitan información más detallada sobre la exposición de las empresas no financieras a las posiciones en derivados. La crisis mundial reveló deficiencias en la divulgación de datos financieros y en la comprensión de los riesgos subyacentes. Las actividades financieras de las empresas no financieras se extendieron a ámbitos tales como los contratos de derivados *offshore* sujetos a un grado limitado de exigencias de información o de aplicación efectiva de las normas, lo que impide a los reguladores evaluar la concentración de riesgos. Las sorpresas que deparó la exposición de las empresas de Brasil y México a los derivados cambiarios, y la reacción de los mercados de divisas y los bancos centrales, ilustran las posibles consecuencias macroeconómicas de la falta de información suficiente sobre las actividades financieras del sector empresarial.

Los recientes episodios de Brasil y México también revelaron deficiencias en la gestión del riesgo financiero a nivel de las empresas, a lo que se sumó la falta de información adecuada por parte de los proveedores de los instrumentos, es decir, los bancos que debían haber asesorado a los compradores de opciones acerca de los riesgos que asumían. Las autoridades deben tomar conciencia de la distorsión de incentivos que genera un entorno de baja volatilidad, y de la posibilidad de que en tiempos de calma los bancos y sus clientes asuman riesgos excesivos.

Es conveniente que los organismos supervisores de los países donde los mercados *over-the-counter* de derivados son importantes mejoren la transparencia y la divulgación de información de esas operaciones, y que las instituciones financieras que operan en esos mercados declaren esas transacciones con mayor frecuencia y dando información más detallada sobre los instrumentos y sus contrapartes. También convendría alentar la negociación bursátil de los derivados para reducir el riesgo de contraparte y elevar la transparencia. Esas medidas permitirían evaluar mejor cualquier acumulación de riesgos sistémicos provenientes de las transacciones con derivados y también fortalecer la disciplina de mercado al permitir que los inversionistas finales realicen parte de la investigación y evaluación previa actualmente

a cargo de las agencias calificadoras. Las autoridades de México y Brasil ya están avanzando en esa dirección. ■

*Herman Kamil es Economista, Bennett W. Sutton es Oficial Principal de Investigación y Chris Walker es Economista Principal del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.*

#### Referencia:

Fondo Monetario Internacional, 2008, “Vulnerabilidad del sector corporativo: ¿Han reducido las empresas su exposición al riesgo cambiario?”, Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas, capítulo 5 (Washington, octubre).

### Perder la apuesta

Varias empresas importantes de Brasil y México sufrieron grandes pérdidas en el cuarto trimestre de 2008 por haber usado derivados cambiarios exóticos.

Empresa	Pérdida (millones de dólares)	Pérdida (porcentaje de activos totales)
<b>México</b>		
Comerci	2.200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
<b>Brasil</b>		
Sadia	2.400	41
Aracruz Celulose	2.100	42
Grupo Votorantin	1.000	55

Fuentes: México, informes financieros trimestrales de las empresas; Brasil, informes de prensa; Bloomberg LLP, y Reuters.

# América Latina: ¿Cuándo es conveniente el estímulo fiscal?

**Para algunos países sería apropiado dar estímulo fiscal durante la crisis económica mundial. Pero en el caso de otros la respuesta no es tan clara**

*Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements  
y Jorge Canales-Kriljenko*

**E**L PAPEL de la política fiscal para atenuar los efectos adversos de la contracción económica mundial ocupa hoy el centro del debate macroeconómico en América Latina, como en otras regiones del mundo. Se prevé que el crecimiento económico de la región caerá de un sustancial 4% en 2008 a terreno negativo en 2009, anulando parte de los impresionantes avances logrados en los últimos años en materia de empleo y reducción de la pobreza. Los ingresos fiscales también están ahora bajo presión, lo que dificulta el logro de metas de déficit presupuestario, aun cuando no haya nuevas iniciativas de gasto. Además, muchos países tienen acceso limitado al financiamiento y niveles todavía altos de deuda pública, lo que les hace difícil aumentar su endeudamiento público. En esas circunstancias, ¿cómo evaluar si corresponde o no aplicar un estímulo fiscal? ¿En qué condiciones permitirían los mercados que esa expansión fiscal resulte eficaz para sostener los niveles de vida durante un período de retracción económica?

## Efectos fiscales de la contracción económica

La contracción de la actividad económica y de los precios de las materias primas está afectando sustancialmente los ingresos públicos. Tras varios años de incremento, se prevé que la relación ingresos/PIB de los países de América Latina disminuirá en promedio alrededor de 2 puntos porcentuales del PIB en 2009 (véase el gráfico). La pérdida de ingresos es especialmente marcada entre los países productores de materias primas. Es probable que los ingresos fiscales caigan significativamente por debajo de sus niveles estimados de largo plazo, y es fundamental determinar si es deseable y factible impedir que el gasto público también se reduzca.

Para definir la dirección apropiada de la política fiscal es importante considerar el efecto del déficit presupuestario en las condiciones de financiamiento y las tasas de interés. Un déficit mayor hace crecer la demanda de fondos y el nivel de deuda pública, y en algunas circunstancias podría elevar sustancialmente las tasas de interés.

En los mercados emergentes de América Latina, los efectos de un déficit presupuestario más alto en las tasas de interés son potencialmente mucho mayores que en las economías avanzadas. Muchos gobiernos no han establecido aún marcos fisca-

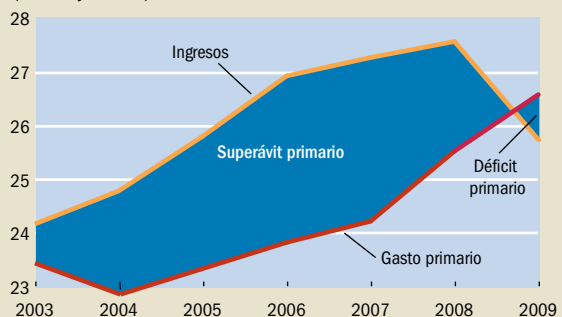
les creíbles a mediano plazo, generalmente de tres a cinco años, para garantizar a los mercados que los aumentos extraordinarios del déficit se reviertan una vez reactivada la economía. Por ello, la trayectoria de la deuda pública y las necesidades de endeudamiento a mediano plazo se presentan inciertas. Además, la mayoría de estos países no pueden endeudarse por plazos tan extensos como los registrados en los países industriales, por lo que deben refinanciar una parte sustancial de la deuda pública en cualquier año dado. Por otra parte, como la deuda de los países de mercados emergentes también es muy vulnerable a las variaciones de la inclinación al riesgo de los inversionistas, un cambio en la percepción del riesgo de la sostenibilidad fiscal —o la capacidad del gobierno de financiar un mayor déficit a mediano plazo— puede provocar un alza importante de las tasas de interés y salidas de capital. Asimismo, el gran aumento de los niveles de deuda pública en los países industriales añade incertidumbre acerca de las tasas de interés mundiales y la disponibilidad de financiamiento para los mercados emergentes a mediano plazo.



## Cambio en la situación fiscal de América Latina

Se prevé que los ingresos públicos caerán en 2009 y que la región registrará ahora un déficit presupuestario primario.

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los ingresos y gastos son un promedio simple de los saldos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. El gasto primario refleja las erogaciones del gobierno menos el gasto de intereses.



Mercado callejero en La Paz, Bolivia.

### Eficacia de la política fiscal

Considérese el caso de un gobierno que tiene un marco fiscal de alta credibilidad y una baja carga de deuda pública. En condiciones normales de financiamiento, un aumento del gasto público, financiado con emisión de deuda interna, puede determinar un mayor crecimiento del producto. Las tasas de interés suben en relación con su valor de referencia, debido entre otras cosas a los niveles más altos de deuda pública. No obstante, esos efectos no limitarían la eficacia de la política fiscal, en parte porque el escenario de referencia actual ya incorpora las bajas tasas de interés resultantes de la desaceleración mundial y la sobreabundancia de ahorro.

Por ejemplo, según una simulación aplicada a una economía pequeña representativa de América Latina utilizando el modelo integrado de política monetaria y fiscal (GIMF) del FMI (Kumhof y Laxton, 2007), un aumento de la inversión pública en torno al ½% del PIB podría elevar el producto, en promedio, algo menos de ½ punto porcentual en el primer año. Los resultados netos de la expansión fiscal en el crecimiento también dependen de la respuesta de la política monetaria y de la situación inicial considerada en el escenario de referencia.

No obstante, si el mayor déficit genera inquietud acerca del financiamiento a mediano plazo o la sostenibilidad de la deuda pública, la política fiscal resulta mucho menos eficaz para estabilizar el producto, porque en esos casos los inversionistas exigen una prima de riesgo mayor por la tenencia de deuda pública y esto empuja al alza las tasas de interés. En las economías que tienen un tipo de cambio flexible, la mayor prima por riesgo también promueve una depreciación del tipo de cambio, que eleva el costo de los insumos importados, desvía el gasto hacia bienes locales y reasigna recursos hacia la exportación y la sustitución de importaciones. En las economías que aplican una relación cambiaria predeterminada, como un tipo de cambio fijo o una paridad cambiaria móvil, las tasas de interés deben aumentar aún más para proteger el tipo de cambio, lo que debilita el efecto de la expansión fiscal en la actividad económica. Según el grado de credibilidad del marco fiscal, el nivel de deuda pública y el marco de política monetaria, la suba de las tasas puede incluso generar una caída del producto en respuesta al mayor déficit presupuestario.

### La composición del estímulo es un factor importante

Además del financiamiento, también debe considerarse la eficiencia de las medidas propuestas como instrumento de estímulo fiscal. A este respecto, las lecciones para América Latina son similares a las aplicables a otras regiones. Como se señala en el estudio de Spilimbergo *et al.* (2008), debe darse preferencia a las medidas fiscales que tengan un gran efecto multiplicador, que sean de rápida implementación y que puedan revertirse una vez que la economía se estabilice. Cumplen esos criterios la aceleración de los planes de inversión o mantenimiento, las rebajas impositivas temporales orientadas a quienes tengan una alta propensión a consumir (en lugar de ahorrar el beneficio) y la ampliación de las prestaciones por desempleo. Todo gasto que no pueda suprimirse fácilmente una vez estabilizada la economía y que no esté correctamente focalizado —como un aumento de los salarios públicos— resulta entonces menos apropiado. Otro motivo que hace aconsejable actuar con prudencia es la tendencia a largo plazo observada en América Latina hacia un creciente nivel de erogaciones corrientes primarias (gasto menos pagos de intereses), que aumentaron aproximadamente 2 puntos porcentuales del PIB entre 2000 y 2008.

La conclusión es que el margen para dar estímulo fiscal debe analizarse caso por caso. En varios países, la desaceleración de la actividad del sector privado puede permitir la adopción de medidas temporales de estímulo fiscal correctamente diseñadas. Los gobiernos que tengan políticas de alta credibilidad, una baja carga de deuda y marcos monetarios flexibles podrían aplicar una política fiscal anticíclica eficaz. En los países de baja credibilidad, en cambio, las medidas fiscales anticíclicas pueden resultar contraproducentes. En los casos intermedios, adoptar iniciativas que refuercen la credibilidad puede rendir grandes beneficios.

Por ejemplo, a los gobiernos que aún no lo han hecho les convendría avanzar más en el desarrollo de marcos fiscales sostenibles a mediano plazo, que incorporen estrategias específicas para responder a los shocks transitorios, como un deterioro del contexto mundial o de los precios de las materias primas que reduzca sensiblemente el crecimiento económico. Esos marcos también deberían incluir planes concretos para abordar los retos fiscales a largo plazo, como el gasto en pensiones, y además delinear la forma en que el gobierno reaccionaría si se materializaran los riesgos fiscales contingentes o posibles. Un marco creíble de este tipo, basado en reglas, dará certeza a los mercados de que existe margen suficiente para la expansión fiscal a más corto plazo, sin que se comprometa la sostenibilidad fiscal a más largo plazo. ■

*Nicolás Eyzaguirre es Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI; Benedict Clements es Jefe de División y Jorge Canales-Kriljenko es Economista Principal de dicho departamento.*

#### Referencias:

Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits", *IMF Working Paper 07/2002* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cotarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis", *IMF Staff Position Note SPN/08/01, diciembre* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

# La filosofía de la

S. Raihan Zamil

**La “supervisión en función del riesgo” procuró alentar la innovación y premiar la buena conducta, pero ayudó a producir la crisis financiera mundial**

**L**AS CAUSAS de la crisis financiera se reconocen ampliamente pero lo que no está claro en el debate público es cómo el enfoque filosófico de regulación y supervisión del sistema financiero mundial cumplió una función instrumental en el período previo a la crisis. Este enfoque a menudo se describe como el marco de “supervisión en función del riesgo” (SR). Las principales economías desarrolladas y muchos países de todo el mundo lo han adoptado. Si bien el marco de SR puede usarse para describir el enfoque filosófico general de regulación y supervisión de todo el sistema financiero, limitaré el término al control oficial del sector bancario.

La filosofía de SR se basa en la idea de que una entidad bancaria puede realizar casi cualquier tipo de actividad financiera siempre que cuente con sólidos sistemas de gestión de riesgo y suficientes beneficios y capital para respaldar el riesgo subyacente. En suma, la SR procura liberalizar las facultades de los bancos bien gestionados, alentar la innovación y premiar el buen comportamiento.

El marco de SR también apunta a promover la supervisión proactiva del sector al

identificar y corregir en su raíz las prácticas deficientes de gestión de riesgo, *antes* de que sus efectos amenacen la estabilidad de los bancos individuales y el sistema entero. Casi todos los países que adoptaron este enfoque adaptaron su régimen jurídico, regulatorio y de supervisión a esta filosofía global.

### **Fallas de la supervisión en función del riesgo**

Si bien los ideales de la SR son admirables y su marco ha arrojado beneficios palpables, raramente se analizan sus defectos, ya que se presupone que es la mejor forma de controlar al sistema bancario de un país. El desarrollo de la crisis actual ha expuesto fallas fundamentales en este enfoque de supervisión.

Primero, *la filosofía de SR delega aspectos esenciales de política pública*, como la decisión de permitir ciertas actividades y sus efectos para la estabilidad general del sistema financiero, a los supervisores de cada banco. Por ejemplo, ¿debería permitirse que los bancos otorguen o compren mediante titulizaciones préstamos hipotecarios para viviendas que exigen al cliente una entrega inicial muy baja o nula y ninguna prueba de su capacidad de pago? ¿Debería permitirse que vendan productos estructurados complejos a sus depositantes minoristas?

Por un lado, sus defensores alegan que la financiación creativa y la existencia de una gran variedad de productos financieros facilitan la innovación y aumentan el acceso al crédito y las opciones de productos a una gama más amplia de consumidores. Por el otro, sus críticos, como el economista ganador del premio Nobel Joseph Stiglitz, aducen que se debe diferenciar la innovación buena de la mala.

Cualesquiera sean los méritos relativos de estos argumentos, si hemos de juzgar si estas actividades son razonables solo a través del cristal de la gestión de riesgo y la capacidad financiera de los respectivos bancos, quizá pasemos por alto la cuestión del efecto más amplio de las políticas públicas y el riesgo sistémico: ¿son estas actividades en definitiva buenas o malas para el sistema finan-



# regulación

ciero? Es preferible abordar cuestiones de tal magnitud en el plano institucional, y no en el del supervisor de los respectivos bancos.

## Capacidad de juicio

En segundo lugar, *el enfoque de SR depende del buen juicio de los supervisores y administradores de riesgo de cada banco*. Además, dado que la gestión de riesgo no puede evaluarse en términos de blanco y negro sino en la gama de grises, el regulador y el regulado suelen discutirla apasionadamente. Con el tiempo, este proceso basado en el juicio crítico se ha vuelto más complejo, ya que los principales bancos han desarrollado modelos de riesgo cada vez más sofisticados que pocas autoridades de regulación y de los bancos centrales, e incluso de los propios bancos, entienden plenamente.

El efecto del vínculo explícito creado en el marco de la SR entre la capacidad de gestión de riesgo del banco y las actividades financieras que se le permiten desarrollar debe considerarse en este contexto. Los costos de una evaluación errónea del riesgo son altos y, en conjunto, pueden devastar a todo el sistema financiero, tal como mostró la crisis actual.

Tercero, aunque el principal objetivo del marco de SR es dejar que los supervisores bancarios identifiquen y resuelvan los problemas del sistema en sus fases iniciales, *es difícil limitar las actividades de toma de riesgo de los bancos cuando sus beneficios y posición de capital aún parecen fuertes*. La intervención anticipada de los organismos de regulación se destaca en la filosofía de SR en particular porque también flexibiliza la gama de actividades financieras permitidas al banco. En la práctica, surgen problemas tanto a nivel de empresa como político.

A nivel de empresa o micro, por ejemplo, si al regulador le inquietara la flexibilización de las normas para conceder crédito, el banco podría señalar la superioridad de sus beneficios y posición de capital como “evidencia” de su capacidad para manejar el riesgo. Por ende, cuando los supervisores identifican estas deficiencias suelen emitir “recomendaciones flexibles” en lugar de “directivas obligatorias”. Estos retos aumentan por la naturaleza procíclica de los requisitos de capital, que permiten que en los buenos tiempos los bancos mantengan menos capital, justamente cuando la mayor competencia y el rápido crecimiento del crédito provocan inevitablemente el aumento global de la propensión a tomar riesgo y el debilitamiento de las normas de evaluación del riesgo. La actual crisis financiera ha revelado que el riesgo de los respectivos bancos y de todo el sistema crecía a un grado insostenible mientras la banca mundial divulgaba ganancias récord y niveles de capital en apariencia sólidos.

En el plano político también pueden existir presiones para mantener el flujo de crédito. En definitiva, ¿qué político quiere cargar con la culpa de llevarse la bebida al inicio de la fiesta? Como resultado, es posible que las prácticas deficientes de gestión de riesgo persistan hasta que el organismo regulador actúe aplicando medidas insuficientes y tardías, cuando el efecto acumulativo de dichas prácticas ya se haya introducido en los balances y haya comprometido los beneficios y el capital divulgado.

## Repercusiones en la política económica

Debido a estas deficiencias, toda reforma significativa del sistema oficial de control bancario debe observar críticamente el papel instrumental que desempeñó la filosofía de SR en la actual crisis financiera e intentar moderarlo.

- En primer lugar, los supervisores deben estar dispuestos a limitar en su fase inicial y según sea necesario las actividades bancarias de toma de riesgo, y ser capaces de hacerlo, aun cuando los libros muestren una situación financiera sólida. Esto es más fácil en teoría que en la práctica, porque exigiría que los supervisores ignoraran el sentido común y le dijeran que “no” a bancos poderosos que, cuando tienen importancia sistémica, a menudo cuentan también con fuerte apoyo político en el gobierno. La intervención anticipada solo puede prosperar si tiene el respaldo de un organismo de regulación con credibilidad y medios institucionales para llevar a cabo su cometido en materia de “seguridad y solvencia”.

- En segundo lugar, las autoridades bancarias deben equilibrar mejor el empleo de medios de “regulación” y “supervisión” para controlar la seguridad y solvencia de los respectivos bancos y del sistema entero. La implementación de la SR ha originado una mayor dependencia, quizás excesiva, de métodos discrecionales para velar por un sistema bancario sólido. En suma, este enfoque filosófico se ha usado como fundamento para liberalizar actividades bancarias y delegar decisiones esenciales a los supervisores de los respectivos bancos en función de su evaluación de la gestión del riesgo y la capacidad financiera del banco.

Si bien este sistema de supervisión habrá de perdurar, debemos tratar de crear normas de protección más explícitas para mitigar sus efectos no deseados y brindar un instrumento más concreto que ponga freno a la toma excesiva de riesgo en la banca.

Estas normas deberían incluir la creación de requisitos anticíclicos de constitución de reservas de capital y para préstamos incobrables durante los auges económicos. Sin duda, será un reto encontrar el equilibrio adecuado entre limitar las actividades bancarias de toma de riesgo y seguir estimulando la innovación en el sistema financiero mundial. Las autoridades deben estar dispuestas a afrontar el riesgo y, fundamentalmente, a encontrar el equilibrio justo. Dada la escala y gravedad de la actual turbulencia financiera, simplemente no podemos darnos el lujo de equivocarnos tanto nuevamente. ■

*S. Raihan Zamil es Asesor de Política y Supervisión Bancaria del FMI en el Banco Central de Indonesia.*



# ¿Qué es la política fiscal?

Mark Horton y Asmaa El-Ganainy

**L**A POLÍTICA fiscal es el uso del gasto público y la tributación para influir en la economía. Generalmente los gobiernos la utilizan para promover un crecimiento fuerte y sostenible y reducir la pobreza. El papel y los objetivos de la política fiscal han ganado relevancia en la crisis actual al intervenir los gobiernos para respaldar los sistemas financieros, reactivar el crecimiento y atenuar el impacto de la crisis en los grupos vulnerables. En el comunicado emitido tras la cumbre de abril en Londres, los líderes del Grupo de los Veinte países industriales y de mercados emergentes expresaron que llevan adelante “una expansión fiscal concertada y sin precedentes”. ¿Qué significa expansión fiscal? Y, en términos más generales, ¿cómo pueden las herramientas fiscales dar impulso a la economía mundial?

Históricamente, la prominencia de la política fiscal como herramienta de política ha sufrido altibajos. Antes de 1930, prevalecía la teoría del Estado limitado, de tipo *laissez-faire*. Ante el desplome de la Bolsa y la Gran Depresión, los responsables de las políticas abogaron por un papel más proactivo del Estado. Posteriormente, los países redujeron el tamaño y la función del Estado, asumiendo los mercados un papel más relevante en la asignación de bienes y servicios. Ahora, en plena crisis financiera, vuelve a tener aceptación una política fiscal más activa.

## ¿Cómo funciona la política fiscal?

Para influir en la economía, las autoridades cuentan con dos herramientas principales: la política monetaria y la política fiscal. Los bancos centrales dirigen la actividad de manera indirecta al influir en la oferta monetaria mediante ajustes de las tasas de interés, los encajes bancarios y la venta de títulos públicos y divisas; los gobiernos influyen en la economía modificando el nivel y los tipos de impuestos, la medida y la composición del gasto, y el grado y la forma de endeudamiento.

Los gobiernos influyen directa e indirectamente en la forma en que se usan los recursos en la economía, como lo muestra la ecuación básica de la contabilidad del ingreso nacional:

$$\text{PIB} = C + I + G + \text{XN}$$

A la izquierda figura el producto interno bruto (PIB), el valor de todos los bienes y servicios finales de la economía (véase “Vuelta a lo esencial” en la edición de diciembre de 2008 de *F&D*). A la derecha figuran las fuentes del gasto o la demanda agregados: consumo privado (C), inversión privada (I), bienes y servicios adquiridos por el gobierno (G) y exportaciones menos importaciones (exportaciones netas, XN). Los

gobiernos afectan la actividad económica (PIB), controlando G directamente e influyendo en C, I y XN indirectamente, mediante modificaciones de impuestos, transferencias y gastos. Es expansiva o “laxa” una política fiscal que aumenta directamente la demanda agregada mediante un aumento del gasto público, mientras que aquella que reduce la demanda mediante un menor gasto suele considerarse contractiva o “restrictiva”.

Además de la provisión de bienes y servicios, los objetivos de la política fiscal varían. A corto plazo, los gobiernos pueden apuntar a la *estabilización* macroeconómica, por ejemplo, estimulando una economía debilitada, combatiendo un alza de la inflación o reduciendo las vulnerabilidades externas. A más largo plazo, el objetivo puede ser fomentar el crecimiento sostenible o reducir la pobreza con medidas por el *lado de la oferta* para mejorar la infraestructura o la educación. La importancia relativa de estos objetivos difiere según las circunstancias de cada país. A corto plazo, las prioridades pueden reflejar el ciclo económico o la respuesta a un desastre natural, y a más largo plazo, el nivel de desarrollo, los aspectos demográficos o la dotación de recursos. A fin de reducir la pobreza, un país de bajo ingreso podría inclinar el gasto hacia la atención primaria de la salud, mientras que en una economía avanzada se podría reformar el régimen jubilatorio para atender los crecientes costos a largo plazo resultantes del envejecimiento poblacional.

## Respuesta ante la crisis

La crisis ha tenido un impacto negativo en las economías de todo el mundo, ya que las dificultades del sector financiero y el debilitamiento de la confianza afectaron el consumo privado, la inversión y el comercio internacional (recuérdese la ecuación de la contabilidad del ingreso nacional). Los gobiernos respondieron procurando impulsar la actividad a través de dos canales: los estabilizadores automáticos y el estímulo fiscal mediante nuevo gasto discrecional o rebajas impositivas. Los estabilizadores se activan al variar el nivel de ingresos tributarios y de gasto y no dependen de medidas específicas sino que funcionan en relación con el ciclo económico. Cuando el producto se desacelera o cae, la recaudación impositiva decrece porque caen las utilidades de las empresas y los ingresos de los contribuyentes. Las prestaciones por desempleo y otros gastos sociales también aumentan durante una contracción económica. Estas variaciones cíclicas hacen que la política fiscal sea automáticamente expansiva durante la retracción y contractiva durante la fase alcista.

Los estabilizadores automáticos dependen del tamaño del Estado y tienden a ser mayores en las economías avanzadas. Si

son mayores, quizá sea menor la necesidad de estímulo —rebajas impositivas, subvenciones o programas de obras públicas— porque los dos enfoques contribuyen a suavizar los efectos de una contracción. En la crisis actual, los países que tienen estabilizadores más importantes han recurrido menos a medidas discrecionales. Además, los estabilizadores automáticos no están sujetos a demoras de implementación y su impacto se suprime automáticamente al mejorar la situación. En cambio, el estímulo fiscal puede ser difícil de diseñar e implementar con eficacia y de revertir cuando las circunstancias mejoran. En muchos países de bajo ingreso y de mercados emergentes, no obstante, los estabilizadores son relativamente débiles debido a las limitaciones institucionales y la estrechez de la base tributaria.

El tipo de respuesta depende en definitiva del espacio fiscal con que cuente el gobierno para emprender nuevas iniciativas de gasto o rebajas impositivas, es decir, su acceso a financiamiento adicional a un costo razonable o su capacidad de reformular las actuales prioridades de gasto. Algunos gobiernos no están en condiciones de dar estímulo fiscal porque sus potenciales acreedores creen que un mayor gasto y endeudamiento generaría una presión excesiva sobre la inflación, las reservas de divisas o el tipo de cambio, o que restaría demasiados recursos al sector privado local (efecto de desplazamiento), demorando así la recuperación. En otros casos, restricciones de financiamiento más severas han obligado a los gobiernos a recortar el gasto al caer los ingresos (funcionamiento de los estabilizadores). En los países que tienen altos niveles de inflación o déficits en cuenta corriente, el estímulo fiscal podría resultar ineficaz, e incluso desaconsejable.

### Calibrar la respuesta

Es importante considerar el tamaño, oportunidad, composición y duración del estímulo. Las autoridades procuran adaptar el tamaño del estímulo a sus estimaciones de la brecha del producto, es decir, la diferencia entre el producto esperado y el nivel que este alcanzaría si la economía funcionara a plena capacidad. La eficacia del estímulo en términos de producto se mide por el multiplicador. Este tiende a ser mayor si hay menos “filtraciones” (por ejemplo, si solo una pequeña parte del estímulo se ahorra o se gasta en importaciones), las condiciones monetarias son acomodaticias (las tasas de interés no suben como consecuencia de la expansión fiscal) y la posición fiscal del país después del estímulo se considera sostenible. Los multiplicadores pueden ser pequeños o incluso negativos si la expansión genera dudas acerca de la sostenibilidad futura, en cuyo caso el sector privado tendería a contrarrestar la intervención estatal aumentando el ahorro o incluso girando fondos al extranjero, en vez de invertir o consumir. Los multiplicadores también suelen ser mayores en el caso de las medidas de gasto que en el de las rebajas impositivas o transferencias y en los países más grandes, debido a que hay menos filtraciones. En cuanto a la oportunidad, a menudo lleva tiempo implementar las medidas de gasto y quizá ya no se las necesite una vez establecidas. No obstante, esta limitación no sería tan grave si se prevé que la contracción económica será prolongada, como sucede en la crisis actual. Por todo ello, las medidas de estímulo deben ser oportunas, focalizadas y temporales, y se las debe revertir una vez que la situación mejore.

También es posible ampliar la capacidad de respuesta y el alcance de los estabilizadores, por ejemplo mediante un régimen tributario más progresivo con tasas más altas para los hogares de ingresos altos que para los de menores ingresos. Los pagos de transferencias también pueden vincularse expresamente a las condiciones económicas (por ejemplo, a la tasa de desempleo u otros indicadores del mercado de trabajo). En algunos países, las reglas fiscales tienen por objeto limitar el aumento del gasto en épocas de bonanza, cuando crecen mucho los ingresos, particularmente los generados por los recursos naturales. En otros casos, los mecanismos formales de revisión o caducidad de los programas garantizan que las nuevas iniciativas no seguirán vigentes una vez cumplido su propósito inicial. Por último, los marcos a mediano plazo que contemplan una cobertura y evaluación integral de ingresos, gastos, activos y pasivos y riesgos permiten una mejor formulación de políticas durante todo el ciclo económico.

### Grandes déficits y deuda pública creciente

La respuesta fiscal ante la crisis ha provocado un fuerte aumento de los déficits fiscales y los coeficientes de deuda pública. El respaldo y las garantías otorgados a los sectores financiero e industrial generan más motivos de preocupación. Muchos países pueden permitirse contraer un déficit fiscal moderado por períodos prolongados, estando los mercados financieros internos e internacionales y los socios internacionales y bilaterales convencidos de su capacidad de cumplir sus obligaciones presentes y futuras. Un déficit que crezca excesivamente o dure demasiado puede, sin embargo, socavar esa confianza. Consciente de esos riesgos en la coyuntura actual, el FMI insta a los gobiernos a adoptar una estrategia cuádruple de política fiscal para garantizar la solvencia: el estímulo no debe tener efectos permanentes en los déficits; los marcos a mediano plazo deben incluir el compromiso de hacer una corrección fiscal una vez que la situación mejore; deben identificarse e implementarse reformas estructurales para reforzar el crecimiento, y los países que enfrentan presiones demográficas a mediano y largo plazo deben comprometerse firmemente a aplicar estrategias claras para reformar sus sistemas de salud y de pensiones. ■

*Mark Horton es Jefe de División y Asmaa El-Ganainy es Economista del Departamento de Finanzas Públicas del FMI.*

#### Lecturas recomendadas:

Daniel, James, Jeffrey Davis, Manal Fouad y Caroline Van Rijckeghem, 2006, “Fiscal Adjustment for Stability and Growth”, IMF Pamphlet 55 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Fondo Monetario Internacional, 2008, “La política fiscal como herramienta anticíclica”, Perspectivas de la economía mundial, capítulo 5 (Washington, octubre).

Fondo Monetario Internacional, 2009, “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis” (Washington); disponible en [www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf)

Heller, Peter S., 2005, “Understanding Fiscal Space”, IMF Policy Discussion Paper 05/4 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli, 2008, “Fiscal Policy for the Crisis”, IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

# Motores en marcha

## Los gobiernos africanos deben prepararse para la recuperación mundial promoviendo la actividad privada



*Donald Kaberuka es Presidente del Banco Africano de Desarrollo.*

**L**A ESCASA integración de África con los mercados mundiales no está sirviendo mucho de protección contra los efectos directos de la crisis financiera internacional. Pero África debe prepararse para las consecuencias de la crisis en la economía real. El impacto se está haciendo sentir más rápido de lo previsto. Aunque el alcance y la intensidad del contagio varían según el país —los exportadores de minerales, las grandes economías abiertas y los Estados frágiles son los más afectados, a través de uno o varios canales—, las perspectivas continentales de crecimiento empeoraron de un promedio del 6% a menos del 3%.

El aumento de los déficits presupuestarios y en cuenta corriente constituye un peligro inmediato para la estabilidad económica lograda tras años de reforma. La tarea de responder debidamente a la crisis —y luego sustentar los servicios básicos y los programas de desarrollo— pondrá duramente a prueba a los gobiernos africanos. En este momento es difícil predecir durante cuánto tiempo África continuará creciendo a mitad del ritmo anterior, porque la crisis mundial aún es relativamente joven. Pero es razonable suponer que cuando la economía mundial retome la senda del crecimiento, la recuperación de África probablemente sea asimétrica.

Aun así, los gobiernos africanos pueden prepararse ya mismo para aprovechar la reactivación mundial. Pueden comenzar a conectar una proporción más grande de sus economías al motor a corto plazo más fiable y potente que tienen a su disposición: el sector privado. El Banco Africano de Desarrollo (BAD) está entre las instituciones financieras internacionales dispuestas a ayudar a África en esta importante empresa, que puede y debe empezar sin demora para que, junto con el resto del mundo, las economías africanas participen al máximo en la expansión internacional que seguirá a la desaceleración.

### **Auges y colapsos**

El crecimiento africano durante las tres últimas décadas alternó entre fases de crecimiento y desaceleraciones prolongadas, espejo generalmente de los auges y los colapsos del mercado de las materias primas, amplificadas a su vez por factores internos. Pero la actual crisis es

probablemente la primera ocasión en muchos años en que un gran número de países africanos —no solo los grandes exportadores de materias primas— sufren un bajón económico cuya causa principal les es ajena y estuvo más allá de su control. Aun así, cualquiera sea la causa, los efectos son graves. Según las proyecciones del BAD, este año, por primera vez desde 1994, el crecimiento del ingreso per cápita será negativo en la totalidad del continente, tanto en las economías ricas en minerales como en los países dependientes de la exportación agrícola.

Gracias a décadas de reforma y dura lucha, África logró en los últimos años una carga de deuda sostenible, niveles más bajos de inflación, avances en la liberalización del comercio, diversificación de las exportaciones y otros cambios estructurales. Aunque ya antes de la crisis África no iba en camino a concretar la reducción de la pobreza contemplada en los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) de las Naciones Unidas, el progreso hacia algunas de las ocho metas —sobre todo la de enseñanza primaria universal— demostró que se pueden lograr verdaderos adelantos.

La desaceleración resultante de la crisis mundial debe proporcionar el ímpetu extra necesario para reavivar el crecimiento en África. Lo más difícil ya está hecho: las grandes reformas están en marcha y habían empezado a dar resultados antes de que la economía mundial tambaleara. Lo que África necesita hoy es seguir mejorando las condiciones en las que funcionan las políticas y las instituciones reformadas. Es aquí donde adquiere prioridad la promoción de la actividad privada.

Hace poco, el BAD realzó la importancia del sector privado para la economía panafricana. Su primer plan estratégico (2003–07) le asignaba un papel secundario como respaldo del desarrollo económico sostenible y hacía relativamente poco énfasis en las operaciones del sector privado. Pero el plan fue revisado a la luz de las experiencias nacionales: los miembros de ingreso mediano desean competir en el mercado mundial sin ampararse en preferencias comerciales y los de bajo ingreso desean mejorar el clima de inversión para transformarse en países de ingreso mediano.



El BAD considera que un medio importante para lograr ambos objetivos es cultivar el sector privado.

La estrategia a mediano plazo del BAD para 2008–12 reconoce que la comunidad internacional está observando a África más de cerca: los donantes corrientes prometen más ayuda, están surgiendo nuevos donantes y los inversionistas privados, aún interesados principalmente en los recursos naturales, están evaluando las posibilidades que ofrece África. Por ende, el banco ahora acuerda gran prioridad al fortalecimiento del sector privado y reconoce las funciones vitales que desempeña en ámbitos igualmente importantes, como la infraestructura y la enseñanza superior.

### Punto de encuentro

Concretamente, el banco puede desempeñar una función catalizadora constructiva al promover y facilitar asociaciones creativas en lo que considera un punto de encuentro cada vez mayor entre los sectores público y privado. La inversión del BAD en el sector privado se triplicó en 2007, y todo un abanico de proyectos pensados para alianzas público-privadas encierra oportunidades significativas de crecimiento, sinergia e impacto catalizador. Las operaciones del banco con el sector privado crecerán en el contexto de estrategias nacionales mutuamente convenidas para promover un crecimiento liderado por el sector privado.

La historia demuestra que, en países como los de África, cuando la economía trastabilla, los indicadores sociales —mortalidad materna e infantil, matriculación y tasa de conclusión escolar, oportunidades de empleo para la mujer— empeoran rápidamente, sobre todo en los Estados frágiles que generalmente no pueden tender redes de protección social debido a la debilidad institucional y a las limitaciones del espacio fiscal. A corto plazo, la gestión de la crisis requiere ajustes presupuestarios a la altura de los recursos previstos y a expensas del desarrollo humano. La promoción de la actividad privada puede ayudar a mejorar los indicadores sociales en ciertos ámbitos, como la enseñanza superior, que producen efectos multiplicadores en otras esferas sociales. Es por eso que el BAD busca asociarse con el sector privado para elaborar e implementar proyectos nacionales y regionales de formación a nivel terciario. También respaldará programas de enseñanza y capacitación técnica y vocacional para luchar contra el desempleo elevado crónico.

La rápida recuperación de África tras la crisis mundial dependerá de muchos factores: la magnitud del daño a la estabilidad macroeconómica, el clima de inversión y el progreso de la infraestructura. En particular, será crucial mantener el ritmo de desarrollo de la infraestructura pese a la caída de la inversión privada y la escasez del ingreso público. La agricultura, los servicios y la industria moderna dependen de la infraestructura. Si no subsana el déficit de financiamiento para infraestructura, África quedará a la zaga cuando la actividad económica mundial se reavive. Aquí también le toca un papel fundamental al sector privado, que en las dos últimas décadas adquirió un papel más activo en el suministro y el financiamiento de infraestructura en las economías industrializadas y en desarrollo, pero no así en África. El BAD concertará alianzas más estrechas para mejorar el

suministro de agua y servicios sanitarios, transporte, telecomunicaciones e infraestructura energética en los países miembros.

La promoción de un sector privado vibrante y dinámico exige una atmósfera comercial funcional y propicia. Por eso será crítico que todos los países africanos se apresuren a mejorar el clima de inversión reduciendo los costos de la actividad empresarial. Esos costos, fáciles de calcular, constituyen en la actualidad un parámetro muy conocido que se aplica abiertamente a todos los países que aspiran a volverse economías de ingreso mediano. Minimizarlos les permitirá a esos países prepararse mucho mejor y participar de lleno en la recuperación de la demanda y la inversión mundial.

### Déficit de financiamiento

Más allá de la reforma de la regulación y la gobernabilidad, cabe destacar que para recuperar las tasas de crecimiento previas a la crisis África necesitaría US\$50.000 millones para financiar la brecha entre inversión y ahorro. Para llegar a la tasa de crecimiento de 7% que se considera necesaria a fin de alcanzar los ODM, la cifra es de US\$117.000 millones. Aunque algunos países de ingreso mediano quizá puedan movilizar la inversión nacional y extranjera necesaria, los países de bajo ingreso y los Estados frágiles requerirán apoyo.

El compromiso asumido por el Grupo de los Veinte países industrializados y de mercados emergentes en la cumbre de abril en beneficio de los países de bajo ingreso, especialmente de África, como consecuencia de la crisis mundial, es una condición necesaria pero no suficiente para la recuperación. Debe ir acompañado de la decisión de defender los resultados de las reformas económicas que tanto contribuyeron a mejorar la capacidad de resistencia de África ante la recesión mundial.

El BAD respondió sin demora a la desaceleración internacional. Aprovechó su poder de convocatoria para abrir una plataforma de debate, intercambio de experiencias y promoción de las voces africanas entre los líderes económicos del continente. Plenamente consciente de que la colaboración estrecha entre las instituciones financieras internacionales es clave en este momento, intensificó la cooperación con otros socios en el desarrollo para elaborar estrategias de intervención focalizadas que permitan mancomunar recursos, conocimientos y ventajas comparativas en beneficio de las perspectivas económicas panafricanas.

La cuestión más delicada para el banco en este momento es encontrar un equilibrio entre la respuesta inmediata a la crisis y la atención a la problemática a largo plazo. No debemos olvidar que las estrategias a más largo plazo —desarrollar la infraestructura, fomentar la integración económica, crear una fuerza laboral capacitada— encierran la clave del crecimiento de África. Por esa razón conforman el núcleo de la estrategia a mediano plazo del BAD.

No hay duda de que el impacto de la crisis mundial es un fuerte revés para África. Pero seguimos firmemente convencidos de que las perspectivas económicas a largo plazo del continente son sumamente alentadoras, siempre que afrontemos la crisis de manera coordinada y mantengamos la mirada puesta en las necesidades a largo plazo de un continente que aspira a prosperar a través del comercio y la inversión. ■



## Vaivén de precios

Los recientes altibajos de los precios de las materias primas no son ni los primeros ni los últimos

LOS PRECIOS de las materias primas se desplomaron en el segundo semestre de 2008 tras un alza espectacular desde comienzos de 2002 hasta mediados del año pasado.

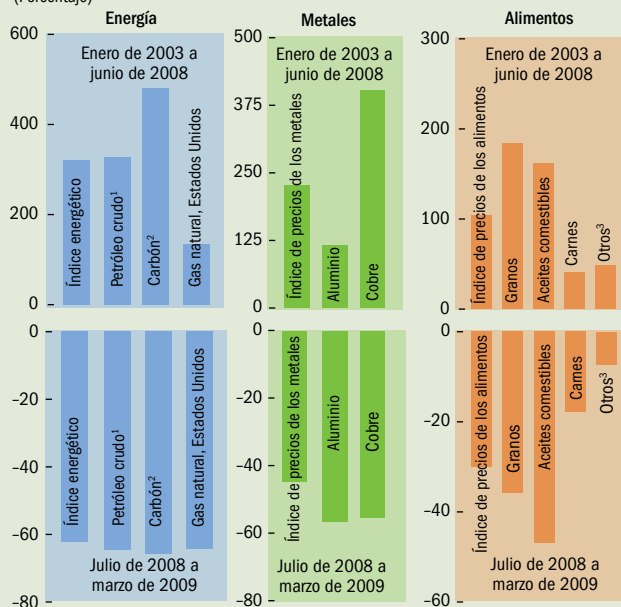
Se suele pensar en estos mercados como si estuvieran integrados, pero la demanda y oferta de cada producto varía mucho. Una pregunta clave es si los índices de precios de las materias primas dependen demasiado de las fluctuaciones de unos pocos productos.

La más reciente escalada se debió ante todo a la energía y los metales, cuyos precios se triplicaron de mediados de 2002 a mediados de 2008. La demanda de metales sigue el ciclo mundial de la industria, y el aumento de los precios de aproximadamente 200% durante la fuerte expansión mundial concuerda en general con la experiencia.

Pero otras materias primas también registraron alzas pronunciadas. Los precios de los principales granos y aceites comestibles casi se triplicaron debido a varios factores, como la mayor demanda derivada de cambios en las dietas y del creciente consumo de biocombustibles, las existencias escasas, el clima y el encarecimiento de la energía (véase “Viento a favor” en la edición de marzo de 2008 de *F&D*).

### Variaciones de los precios de las materias primas durante el ciclo de auge y caída de 2003-09.

(Porcentaje)



Fuente: FMI, base de datos del Sistema de Precios de los Productos Básicos.

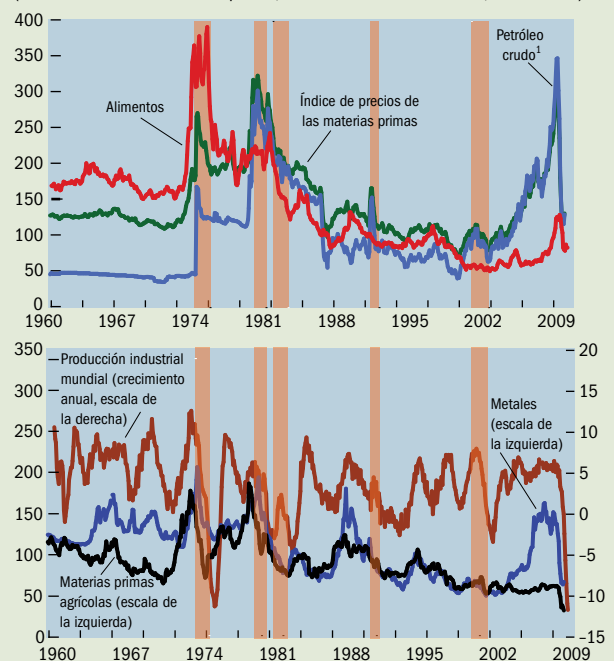
<sup>1</sup>Precio medio del petróleo de entrega inmediata; promedio de precios de entrega inmediata de crudos Brent, West Texas Intermediate y Dubai.

<sup>2</sup>Incluye los precios del carbón de Sudáfrica y Australia.

<sup>3</sup>Variación media de los precios del pescado, camarón, azúcar, bananas y naranjas.

### Históricamente, los precios de las materias primas han sido volátiles y han estado sujetos a grandes fluctuaciones.

(Precios reales de las materias primas, dólares de EE.UU. constantes, 1990 = 100)



Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Precios de los Productos Básicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El área sombreada denota períodos de recesión mundial (según un índice mensual de producción industrial mundial).

<sup>1</sup>Precio medio del petróleo de entrega inmediata; promedio de precios de entrega inmediata de crudos Brent, West Texas Intermediate y Dubai.

En el segundo semestre de 2008, la mayoría de estos precios descendieron a un ritmo sin precedentes. La energía se abarató en alrededor del 70% y los precios de los metales en más de un 50%. Incluso los precios de los alimentos, que suelen depender menos de los ciclos mundiales, bajaron un 30%. Pese a haberse recuperado en 2009, los precios no han retornado a los máximos de 2008.

### Base de datos del FMI de precios de las materias primas

El FMI elabora desde hace bastante tiempo índices de precios de las principales materias primas con ponderaciones basadas en datos del comercio mundial de 2002-04. Los índices —con precios que se remontan a veces a 1980— comprenden 51 productos ampliamente comercializados y cuyos precios están a disposición del público. Se incluyen índices de precios de los principales subgrupos y los datos subyacentes brutos. La base de datos puede consultarse en [www.imf.org/external/np/res/commmod/index.asp](http://www.imf.org/external/np/res/commmod/index.asp).

Preparado por Thomas Helbling, Nese Erbil y Marina Rousset del Departamento de Estudios del FMI.



# Escuche al FMI Nuevo en iTunes

¿Qué países crecen?  
¿Qué indicadores bajan?  
¿Cómo reciben ayuda  
los países en crisis?  
¿Por qué esta información  
es importante?

Consulte los archivos de sonido (*podcasts*) de entrevistas, debates y comentarios sobre la crisis, los países afectados y las medidas adoptadas para combatirla en iTunes. Escriba **International Monetary Fund** en el campo de búsqueda.

# ¿En camino hacia la recuperación?



**Consulte nuestras publicaciones aquí.**

El mundo es complejo.

Un mapa adecuado ofrece información detallada desde una perspectiva mundial.

En los informes *Perspectivas de la economía mundial* y *Global Financial Stability Report* del FMI se presentan los análisis y los elementos necesarios para comprender dónde estamos y cómo seguir avanzando.

Abóñese a estas publicaciones esenciales del FMI en [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)