

FINANZAS y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Septiembre de 2009

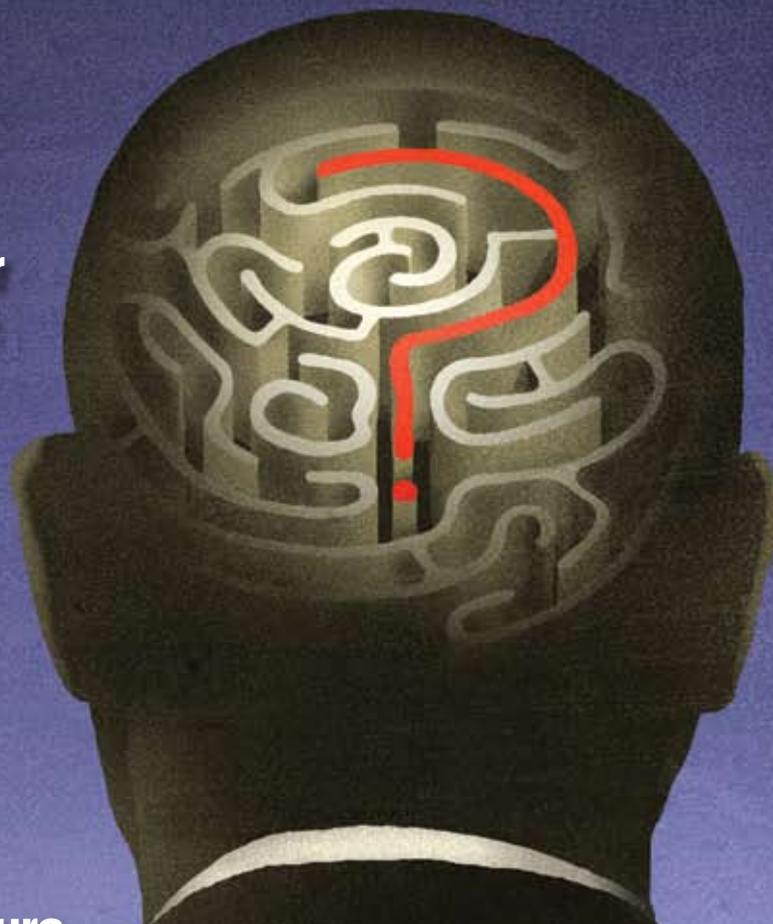
**El
rostro
de la crisis**

Blanchard:
Cómo sustentar
la recuperación
mundial

Frankel:
Las modas
del mundo
del dinero

Kahneman:
Cuestionar
los dogmas

Crockett: Una
nueva arquitectura
financiera



**Y ahora,
¿hacia dónde vamos?**

Finanzas & Desarrollo, septiembre de 2009 US\$8.00



MFISA2009003

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

JEFA DE REDACCIÓN
Marina Primorac

REDACTORES PRINCIPALES
Camilla Andersen
Hyun-Sung Khang
James Rowe
Simon Willson

ASISTENTES EDITORIALES
Maureen Burke
Jacqueline Deslauriers
Glenn Gottselig
Natalie Ramirez-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:
Carlos Viel
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

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

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



FINANZAS & DESARROLLO PUBLICACIÓN TRIMESTRAL
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
Septiembre de 2009 • Volumen 46 • Número 3

ARTÍCULOS DE FONDO

Y AHORA, ¿HACIA DÓNDE VAMOS?

8 Sustentar la recuperación mundial

La recuperación ha empezado, y para sustentarla se precisa un reequilibrio justo de políticas a escala nacional e internacional

Olivier Blanchard

13 Las últimas modas del mundo del dinero

En el mundo del dinero, el "sí" de ayer es el "no" de hoy

Jeffrey A. Frankel

18 Una nueva arquitectura financiera

¿Qué hacer para afianzar la regulación y la supervisión financiera?

Andrew Crockett

20 Con la mira en el futuro

Los países deben comenzar a diseñar estrategias económicas para acompañar la recuperación

Carlo Cottarelli y José Viñals

24 Crecer después de la crisis

Para recuperarse, la economía mundial tiene que encontrar quién reemplaza al ahora austero consumidor estadounidense

Francesco Giavazzi

26 El futuro de las monedas de reserva

Desde hace casi un siglo, el dólar de EE.UU. es rey. ¿Perderá el trono?

Benjamin J. Cohen

32 La reforma del sistema

Estados Unidos propone la reforma más radical de la regulación financiera desde el *New Deal*

Randall Dodd

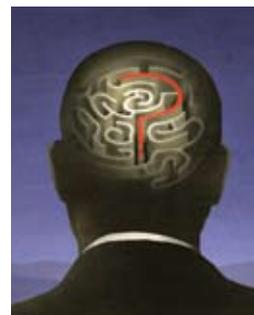
35 Prever la próxima crisis

¿Qué se puede esperar de los sistemas de alerta anticipada?

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Natalia Tamirisa

38 El rostro de la crisis

Seis personas, y seis vidas trastornadas por la crisis económica mundial



TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

48 Llamada al crecimiento

Los dispositivos portátiles están permitiendo a las economías incipientes saltarse una generación de desarrollo

Olivier Lambert y Elizabeth Littlefield



Nutrir la recuperación

LA RECUPERACIÓN para salir de la peor recesión en 60 años ha empezado, pero para sustentarla se precisa un equilibrio delicado de políticas a escala nacional e internacional. En el artículo de fondo, el economista principal del FMI, Olivier Blanchard, afirma que la recuperación no será sencilla. La crisis ha dejado cicatrices profundas y duraderas en la oferta y la demanda.

En los próximos meses, las autoridades en todo el mundo se enfrentarán a la difícilísima tarea de mantener las políticas de apoyo y a la vez programar su repliegue en el momento justo. Y el desafío no termina ahí, ya que una vez superada la recesión habrá que atacar problemas estructurales a largo plazo para que la economía mundial retorne a una senda de crecimiento sólido y sostenido.

En este número abordamos la evolución de la crisis mundial y la situación futura, y analizamos temas como el repliegue del apoyo, el crecimiento mundial tras la crisis, la reforma de la arquitectura financiera y el futuro de las monedas de reserva. Jeffrey Frankel reseña las últimas tendencias monetarias, y un equipo del Departamento de Estudios examina cómo los sistemas de alerta anticipada pueden ayudar a detectar problemas en el futuro.

En Gente del mundo de la economía entrevistamos a Daniel Kahneman, ganador del premio Nobel por su aporte en el campo de la economía del comportamiento, y en Bajo la lupa seguimos la evolución de la tasa de política monetaria del Banco de Inglaterra, que se encuentra en su nivel más bajo en 300 años.

Jeremy Clift
Director

51 Cumplir con los cambios

El FMI creó un nuevo marco de apoyo para países de bajo ingreso
Edward Gemayel y Samar Maziad

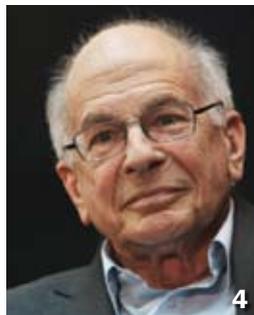
DEPARTAMENTOS

3 Notas breves

Mayor liquidez mundial; El hambre en niveles históricos; Artículos electrónicos y gigawatts; Blog del FMI

4 Gente del mundo de la economía

Cuestionar los dogmas
Jeremy Clift traza una semblanza del psicólogo
Daniel Kahneman



4

30 Bajo la lupa

La tasa más baja en tres siglos

La tasa de interés de política monetaria del Banco de Inglaterra es la más baja de la historia
André Meier y Simon Willson

46 Vuelta a lo esencial

¿Qué es la política monetaria?
Koshy Mathai

53 Crítica de libros

Dead Aid: Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa, Dambisa Moyo
Successes of the International Monetary Fund: Untold Stories of Cooperation at Work, Eduard Brau e Ian McDonald, compiladores
Money, Finance and Political Economy: Getting It Right, Deena Khatkhate

57 Un vistazo a las cifras

Flujos en Europa oriental

Los bancos extranjeros han apuntalado a los bancos de Europa oriental, pero la crisis financiera ha invertido esta tendencia
José C. Moreno y Ricardo Davico

Ilustraciones: Portada, Michael Glenwood; pág. 3 istockphoto; pág. 13, Image-Zoo/Corbis; pág. 27, Bruce Macpherson.

Fotografías: Pág. 3, Gideon Mendel/Corbis; pág. 4, Sean Gallup, Getty Images/Unidad de fotografía del FMI; pág. 8, Andrew Lichtenstein/Corbis; pág. 18, Ann Taylor-Hughes/istockphoto; pág. 20, Etsa/Corbis; pág. 24, Michael Spilotro, FMI; págs. 30-31, Rischgitz/Getty Images; Bettman/Corbis; Bettman/Corbis; Keystone/Getty Images; Keystone/Getty Images; Adrian Dennis/Newscom; pág. 32, Stan Honda/AFP/Newscom; pág. 35, Newscom; págs. 38-45, véanse Agradecimientos en la pág. 45; pág. 48, Sandipan Majumdar; págs. 53-56, Unidad de fotografía

Es fácil abonarse a *Finanzas & Desarrollo*

Si desea recibir con regularidad la edición impresa de *Finanzas & Desarrollo* en español, árabe, chino, francés o inglés, puede abonarse a la revista de diferentes formas:

En línea o en RSS:

Visítenos en www.imf.org/fandd

Por fax:

Envíe su pedido al (202) 623-7201

Por correo electrónico:

Escríbanos a: publications@imf.org

Por correo postal:

Escríbanos a:

International Monetary Fund

Publications Services

PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245, EE.UU.

Teléfono: (202) 623-7430

El abono es gratuito para los lectores de los países en desarrollo. Los gastos de envío a los lectores de los países desarrollados son de US\$25 por año (4 números).



Sírvase completar la siguiente información:

Deseo recibir <i>F&D</i> en: <input type="checkbox"/> Inglés <input type="checkbox"/> Francés <input type="checkbox"/> Español <input type="checkbox"/> Árabe <input type="checkbox"/> Chino	
Nombre y apellido:	Dirección:
Empresa o institución:	Ciudad:
Teléfono:	Estado o provincia:
Fax:	Código postal:
Correo electrónico:	País:

Sírvase completar los datos de su organización; seleccione una de estas opciones:

<input type="checkbox"/> Pública	<input type="checkbox"/> Internacional/No gubernamental
Educativa <input type="checkbox"/> Docente <input type="checkbox"/> Alumno	<input type="checkbox"/> Periódica
<input type="checkbox"/> Otra (describala)	

Modalidad de pago (únicamente para los lectores de países desarrollados)

Adjunto el pago de US\$25. Los cheques deben librarse a la orden de International Monetary Fund.

Con cargo a tarjeta de crédito (encierre con un círculo): Visa/MasterCard/American Express

Número de tarjeta: _____ Vencimiento: __ __ / __ __

Firma: _____ Fecha: _____

Mayor liquidez mundial

El FMI inyectó US\$250.000 millones en la economía mundial a través de una nueva emisión de derechos especiales de giro, su activo de reserva. La medida, aprobada por la Junta de Gobernadores el 7 de agosto, incrementará la liquidez mundial al engrosar las reservas de divisas de los 186 países miembros.

El equivalente a casi US\$100.000 millones se destinó a países de mercados emergentes y en desarrollo, y de esa suma los países de bajo ingreso recibieron más de US\$18.000 millones.

Los países de bajo ingreso también se benefician de un aumento drástico del crédito a su disposición. Los recursos —que en parte provendrán de la venta de oro planificada por el FMI— elevarían los préstamos concesionarios de la institución a US\$17.000 millones hasta 2014, canalizándose US\$8.000 millones en los dos próximos años.

Además, el FMI anunció la suspensión de los intereses por préstamos concesionarios hasta fines de 2011 para ayudar a los países de bajo ingreso a luchar contra la crisis económica mundial.

El hambre en niveles históricos

El hambre mundial tocaría un máximo histórico en 2009 y afectaría a más de mil millones de personas por día, según nuevas estimaciones de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).

La causa es la crisis económica mundial y el alza de los precios de los alimentos, que redujo los ingresos y agravó el desempleo; este año, el número de personas que pasan hambre aumentará un 11%, según la FAO.

Se estima que en Asia y el Pacífico sufren crónicamente de hambre 642 millones de personas; en África subsahariana, 265 millones; en América Latina y el Caribe, 53 millones; en el Cercano Oriente y el Norte de África, 42 millones, y en los países desarrollados, 15 millones.



Agricultor limpiando arroz en Laos.

Artículos electrónicos y gigawatts

Para 2010 habrá más de 3.500 millones de abonados a la telefonía celular, 1.000 millones de computadoras personales y 2.000 millones de televisores en el mundo, pronostica la Agencia Internacional de Energía. Según el estudio *Gadgets and Gigawatts*, los países más ricos no son los únicos beneficiados: en África, por ejemplo, una de cada nueve personas tiene hoy un teléfono celular.



Pero sin nuevas políticas, el consumo energético de las tecnologías de la información y la comunicación, así como de los artículos electrónicos de consumo, se duplicará para 2022 y se triplicará para 2030, comprometiendo la seguridad energética y la lucha contra el efecto de invernadero. Y la creciente demanda tecnológica mundial probablemente eclipse todo ahorro logrado gracias a la mayor eficiencia de los dispositivos electrónicos.

Blog del FMI

El FMI acaba de inaugurar un blog —*IMFdirect*— sobre la economía mundial y las políticas vinculadas a la crisis. A cargo de economistas de alto rango y variadísima experiencia, contiene reflexiones sobre la labor de la institución en el mundo de la economía y las finanzas. Los últimos artículos debaten las políticas adoptadas frente a la peor recesión mundial desde la Gran Depresión. La dirección del blog es <http://blog-imfdirect.imf.org/>.

El FMI también comenzó a producir *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, una nueva publicación digital que analiza las finanzas públicas a nivel mundial. Aparecerá en abril y octubre, eventualmente con actualizaciones intermedias.

Calendario 2009

6–7 de octubre, Estambul, Turquía

Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial

5–6 de noviembre, Washington, D.C., Estados Unidos

Décima Conferencia Anual Jacques Polak de Estudios Económicos del FMI

8–10 de noviembre, Nueva Delhi, India

Cumbre Económica sobre India del Foro Económico Mundial

14–15 de noviembre, Singapur

Reunión de Líderes sobre Cooperación Económica Asia-Pacífico

16–18 de noviembre, Roma, Italia

Cumbre Mundial de Jefes de Estado y Gobierno sobre Seguridad Alimentaria

7–18 de diciembre, Copenhague, Dinamarca

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático

Cuestionar los dogmas

Jeremy Clift traza una semblanza del psicólogo **Daniel Kahneman**



UNO DE LOS episodios más conmovedores de la actual crisis mundial para Daniel Kahneman sucedió cuando un humilde Alan Greenspan, ex Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, admitió ante un comité del Congreso que confió demasiado en el poder de autocorrección del mercado libre.

“En esencia dijo que el marco que habíamos utilizado era falso, lo que viniendo de él fue impactante”, afirmó Kahneman, ganador del Premio Nobel de Economía en 2002 por su labor precursora en integrar aspectos de la investigación psicológica a la economía.

Pero lo más importante para Kahneman fue que Greenspan consideraba como agentes racionales no solo a las personas sino a las entidades financieras. “Parecía desoir no solo a la psicología sino también a la economía. Parecía creer que el mercado tenía un poder mágico para autodisciplinarse y arrojar buenos resultados”.

Aunque insiste en que, como psicólogo, el campo de la economía le es ajeno, Kahneman ayudó a crear un nuevo ámbito de investigación, la **economía del comportamiento**, que cuestionó la teoría económica tradicional de la elección racional e introdujo supuestos más realistas sobre el juicio crítico y las decisiones humanas.

Los modelos económicos convencionales suponen que las personas intentan maximizar beneficios y minimizar costos racionalmente. La economía del comportamiento derriba principios tradicionales y señala que la gente suele decidir en función de conjeturas, sentimientos, intuiciones y reglas empíricas, más que de análisis de costo-beneficio; que el comportamiento de manada y el pensamiento grupal infestan los mercados, y que la elección individual suele verse afectada por cómo se enmarca la decisión futura.

El exceso de confianza, motor del capitalismo

La crisis mundial, originada en la decisión de personas y entidades financieras de invertir en hipotecas de alto riesgo, centró la atención en la economía del comportamiento y la forma de decidir del ser humano.

“Quienes adquirieron hipotecas de alto riesgo se engañaron por completo”, comenta Kahneman, desde su casa en las espectaculares colinas de Berkeley que dominan San Francisco. “Una de las principales ideas que la economía del comportamiento toma de la psicología es el predominio del exceso de confianza. La gente hace cosas que no debería porque cree que va a tener éxito”. Kahneman llama a esto “optimismo delirante”.

Dicho optimismo, dice, es un motor del capitalismo. Tal como lo afirma Nassim Taleb en *El cisne negro* (2008), Kahneman piensa que muchas personas no comprenden los riesgos que corren porque no evalúan bien el posible efecto de eventos infrecuentes pero demoledores que prueban el error de nuestros supuestos sobre el futuro.

“Los empresarios son personas que asumen riesgos de los que, en general, no son conscientes”, sostiene. “Esto pasa con las fusiones y adquisiciones, pero también a nivel del pequeño empresario. En Estados Unidos, un tercio de las pequeñas empresas quiebran en un plazo de cinco años, pero al entrevistar a esta gente, cada uno cree tener entre un 80% y un 100% de posibilidad de éxito. Simplemente, no saben”.

Dos o más aspectos

Kahneman, criado en París y Palestina, nació en Tel Aviv en 1934. No sabe si su vocación de psicólogo se debe a su exposición temprana a los chismes o viceversa.

“Como muchos judíos, supongo, crecí en un mundo compuesto únicamente de personas y palabras, y la mayoría de las palabras trataban sobre personas. La naturaleza apenas existía y nunca aprendí a distinguir las flores o apreciar a los animales”, dice su autobiografía. “Pero a mi madre le gustaba hablar con sus amigas y mi padre de personas que eran fascinantes en su complejidad. Algunas eran mejores que otras, pero las mejores no eran nada perfectas y nadie era simplemente malo”. Muchos de sus cuentos estaban teñidos de ironía, dice, y todos tenían dos o más aspectos.

Un hecho ocurrido en París bajo la ocupación nazi le dejó una impresión viva y duradera por sus matices y por lo que dice acerca de la naturaleza humana. “Serían fines de 1941 o inicios de 1942. Los judíos debían llevar la estrella de David y obedecer el toque de queda de las seis de la tarde. Había salido a jugar con amigos cristianos y me quedé hasta tarde. Me puse el suéter marrón al revés para caminar las pocas cuadras hasta mi casa. Mientras caminaba por la calle vacía, vi acercarse a un soldado alemán. Usaba el uniforme negro que me enseñaron a temer más que ninguno, el de los soldados especiales de la SS. Al acercarme, tratando de caminar rápido, advertí que me miraba fijo. Luego me llamó con la mano, me alzó y me abrazó. Tenía terror de que notara la estrella de mi suéter. Hablaba con emoción, en alemán. Cuando me bajó, abrió su billetera, me mostró la foto de un niño y me dio dinero. Volví a casa más seguro que nunca de que mi madre tenía razón: la gente es infinitamente complicada e interesante”.

En 1946, su familia se mudó a Palestina, donde obtuvo en la Universidad Hebrea de Jerusalén su título en psicología, con matemática como asignatura secundaria. En 1954 ingresó al ejército israelí y, tras un año como comandante de sección, le solicitaron evaluar las tropas y su potencial de liderazgo. El innovador sistema de entrevistas que creó para destacar a los soldados aún se utiliza, con pocos cambios.

En 1961 egresó de la Universidad de California, Berkeley, y de 1961 a 1978 enseñó en la Universidad Hebrea, pasando períodos sabáticos en Harvard y Cambridge, entre otras universidades. Mientras trabajaba en Jerusalén cultivó un vínculo

que lo llevaría a ganar el Premio Nobel en un campo que no había estudiado: la economía.

Nuevo campo de investigación

Kahneman, hoy Profesor Emérito de Psicología y Gestión Pública en la Escuela Woodrow Wilson de Princeton, recibió en 2002 el premio por la labor realizada con su colega Amos Tversky. Tversky, con quien trabajó por más de 10 años, murió en 1996, y el premio no se otorga póstumamente. “Amos y yo tuvimos la suerte de poseer la gallina de los huevos de oro: una mente colectiva que funcionaba mejor que nuestras mentes por separado”, explica Kahneman.

Al presentar el premio, el comité Nobel dijo que Kahneman integró ideas de la psicología en la economía, sentando las bases de un nuevo campo de investigación. Kahneman compartió el premio con Vernon Smith, que fundó el campo de la economía experimental (véase la edición de marzo de 2003 de *F&D*).

Las principales conclusiones de Kahneman se centran en las decisiones tomadas en medio de la incertidumbre. Demostró cómo las decisiones humanas pueden apartarse sistemáticamente de las previstas por la teoría económica convencional. Con Tversky, formuló la “teoría de las perspectivas” como alternativa para explicar mejor la conducta observada. También descubrió cómo el criterio humano toma atajos intuitivos que se apartan sistemáticamente de los principios de la probabilidad. “Su obra inspiró a una nueva generación de investigadores de economía y finanzas a enriquecer la teoría económica utilizando observaciones de la psicología cognitiva sobre la motivación natural del ser humano”, dice el comunicado del comité Nobel.

La *teoría de las perspectivas* esclarece los resultados experimentales que muestran que las personas suelen tomar decisiones divergentes en situaciones idénticas pero enmarcadas en forma diferente. Tras aparecer en la prestigiosa revista *Econometrica*, el estudio (Kahneman y Tversky, 1979) se convirtió en el segundo más citado de esa publicación entre 1979 y 2000, e influyó en numerosas disciplinas, como *marketing*, finanzas y las preferencias de consumo.

Kahneman dice que su título no debe analizarse demasiado. “Cuando estábamos por publicar el trabajo, elegimos a propósito un nombre sin sentido para nuestra teoría. Nos pareció que si se hacía famosa, sería mejor tener un nombre distintivo. Quizá fue una decisión acertada”.

Kahneman y Tversky analizaron por qué la reacción ante la pérdida es mucho más intensa que ante la ganancia, lo que originó el concepto de aversión a la pérdida, uno de los principales campos de la economía del comportamiento.

También observaron que se da menos importancia a los resultados meramente probables que a los seguros. Esto contribuye a la aversión al riesgo en las decisiones que implican ganancia segura y a la búsqueda de riesgos en las que implican pérdida segura, lo que explica por qué un jugador en una racha perdedora se niega a aceptar la pérdida y sigue apostando, con la esperanza de recuperar lo perdido.

“La gente está dispuesta a seguir apostando con la esperanza de recuperar su pérdida”, dijo Kahneman en una entrevista

desde Berkeley en 2007. De ahí que le preocupara el hecho de que los líderes que llevan a su país cerca de la derrota en una guerra tienden a asumir más riesgos en lugar de zanjar un arreglo.

También observaron que las preferencias de la gente son incoherentes cuando las mismas opciones se presentan de formas diferentes, lo que ayuda a explicar comportamientos económicos irracionales, como cuando las personas van a una tienda lejana para obtener descuentos por un artículo barato, pero no lo hacen por el mismo descuento en algo caro.

Creación de una disciplina

La aplicación de la teoría de las perspectivas a la economía es casi un accidente de publicación. Kahneman y Tversky decidieron publicar en *Econometrica*, y no en *Psychological Review*, porque aquella había publicado otros trabajos sobre toma de decisión. Así fue que los economistas entraron en contacto con su investigación.

Kahneman señala que su larga colaboración en investigación con su amigo Richard Thaler, Profesor de Economía y Ciencia del Comportamiento en la Universidad de Chicago, contribuyó a desarrollar la economía del comportamiento.

“No quiero desmerecer mi aporte, pero en mi opinión el trabajo de integración fue hecho mayormente por Thaler y el grupo de economistas jóvenes que rápidamente se formó a su alrededor, empezando por Colin Camerer y George Loewenstein, seguidos de otros como Matthew Rabin, David Laibson, Terry Odean y Sendhil Mullainathan”.

Kahneman dice que él y Tversky aportaron “varias de las primeras ideas que finalmente se integraron al pensamiento de algunos economistas, y la teoría de las perspectivas sin duda dio cierta legitimidad a la tarea de recurrir a la psicología como fuente de supuestos realistas sobre los agentes económicos”.

Thaler, que de 1987 a 1990 escribió la columna “Anomalies” en la *Journal of Economic Perspectives*, y que desde entonces colabora ocasionalmente con la publicación, dice que el trabajo de Kahneman con Tversky explica la existencia del floreciente campo de la economía del comportamiento. “Su trabajo aportó el marco conceptual que posibilitó nuestra especialidad”.

El impulso de la crisis

La euforia tras el Premio Nobel, sumada a la introspección de los economistas escarmentados por la crisis, dio tal impulso a la economía del comportamiento que empezó a penetrar en la Casa Blanca con libros como *Un pequeño empujón* (Thaler y Sunstein) y *Las trampas del deseo*, del profesor de la Universidad de Duke, Dan Ariely.

El primero de ellos estudia cómo la gente elige y cómo se la puede guiar a elegir mejor en diversas situaciones, como comprar alimentos más sanos o ahorrar más.

“Sin duda, la economía del comportamiento atraviesa un buen momento”, sonríe Kahneman.

No todos coinciden en que esta disciplina se impondrá en el futuro, y la consideran más bien una molesta moda pasa-

jera. “Es cierto que la economía del comportamiento hace furor actualmente. El lector ocasional puede tener la impresión que el *homo economicus* racional murió tristemente y que los economistas pasaron a admitir la verdadera irracionalidad del ser humano. Nada puede estar más lejos de la realidad”, dice David Levine de la Universidad Washington, en San Luis, Missouri.

“Los economistas del comportamiento señalan con acierto los límites de la cognición humana”, dijo Richard Posner, de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago. “Pero si tienen las mismas limitaciones cognitivas de los consumidores, ¿es lógico ponerlos a crear sistemas de protección del consumidor?”

“Quizás el mayor reto de la economía del comportamiento sea demostrar su aplicación al mundo real”, afirmaron Steven Levitt y John List en la revista *Science*. “En casi todos los casos, los datos empíricos más contundentes a favor de las anomalías del comportamiento surgen del laboratorio. Pero hay muchas razones para sospechar que estos descubrimientos de laboratorio pueden no generalizarse a los mercados reales”.

Un lugar en la economía

Si bien la economía del comportamiento ahora es una disciplina reconocida que se imparte en las principales universidades, “sigue siendo una disciplina organizada en torno a las fallas de la economía convencional”, dice Wolfgang Pesendorfer, Profesor de Economía en Princeton.

Pero resulta difícil integrarla plenamente, aunque Wall Street y los analistas de inversión sí tienen en cuenta los factores cognitivos y emocionales que afectan las decisiones de personas, grupos y organizaciones. “Hay demasiadas teorías del comportamiento, la mayoría con aplicación demasiado escasa”, dice Drew Fudenberg, de Harvard (2006).

Incluso la teoría de las perspectivas tiene deficiencias, para algunos, por la falta de un modelo aceptado sobre cómo se fijan los puntos de referencia. “La diferencia clave entre psicólogos y economistas es que a los psicólogos les interesa el comportamiento individual y a los economistas les interesa explicar el resultado de la interacción de los grupos de personas”, dijo Levine en la conferencia que dictó en el European University Institute en 2009 acerca del posible fracaso de la economía del comportamiento.

Credibilidad

Sin embargo, la turbulencia creada por la debacle de las hipotecas de alto riesgo y la ulterior crisis mundial dio credibilidad a la necesidad de que la regulación y la política económica tengan más en cuenta la naturaleza humana.

Kahneman extrae varias conclusiones de la crisis actual.

- **Hay que proteger más a los consumidores e inversionistas individuales.** “Siempre se debatió si se debía proteger a las personas de sus propias decisiones, y en qué medida”, sostiene. “Pero creo que ahora se ha hecho muy, muy difícil decir que la gente no requiere protección”.

- **La falla del mercado tiene consecuencias mucho más amplias.** “Curiosamente, resulta que cuando las personas

desinformadas pierden dinero, la economía mundial se descalabra, o sea que las acciones irracionales de las personas tienen efectos mucho más amplios si se combinan con la racionalidad de agentes corruptos del sistema financiero y con una regulación y supervisión demasiado laxas”.

• **Los pronósticos tienen limitaciones.** “La volatilidad tremenda del mercado de valores y el sistema financiero nos habla del grado de incertidumbre del sistema y la limitación de los pronósticos”.

Greenspan parece coincidir sobre el problema de los pronósticos y los modelos de evaluación de riesgo. En un artículo de marzo de 2008 en el diario *Financial Times*, señaló a la naturaleza humana como la pieza faltante del enigma de por qué la creciente crisis de los valores inmobiliarios no se detectó antes, a través de la gestión de riesgo o los modelos de pronóstico econométricos.

“Estos modelos no captan plenamente lo que creo que hasta ahora fue solo un apéndice periférico del ciclo económico y los modelos financieros: la respuesta humana innata que produce oscilaciones de la euforia al miedo, repetidas generación tras generación, sin que se vislumbre una curva de aprendizaje”, escribió Greenspan. “Las burbujas de precios de los activos crecen y estallan hoy como lo hacen desde

Estudio del bienestar

Kahneman, siguiendo con el tema de las decisiones humanas, ahora estudia la hedonística (lo que hace placenteras o desagradables a las experiencias) y la creación de una medida científica del bienestar. En un estudio reciente sobre el efecto del dinero en la felicidad, Kahneman, y otros investigadores, observaron que las personas con alto ingreso relativo, pese a sentirse más satisfechas, son apenas más felices que las de ingresos muy inferiores en un momento dado. Hay que rever el antiguo mito de que el dinero compra la felicidad, así como el mito contrario de que la riqueza no importa.

En estudios comparativos de países, observó que el grado de corrupción y el de confianza en la sociedad son importantes indicadores del bienestar. “La corrupción es una medida de la confianza en la sociedad, y resulta que la confianza debe ser fundamental para el bienestar”.

A los países con muy baja confianza en la sociedad les cuesta mucho prosperar económicamente: se requiere cierto grado de confianza para ponerse en marcha.

“Pero aun en el mundo occidental, donde el PIB es más o menos constante, se advierte el gran efecto de la confianza, y por eso Europa del norte siempre surge como el mejor lugar del mundo desde el punto de vista del bienestar”.

¿Se aplica esto a los países en desarrollo? “Si hay una forma de fomentar la confianza en la sociedad, sobre todo en las instituciones, ello contribuirá al PIB a través del estado de Derecho, el respeto por la propiedad, etc. Constituirá un aporte adicional al bienestar humano porque las sociedades más felices son aquellas donde las personas tienen confianza mutua y dedican buena parte del tiempo a satisfacer las necesidades sociales”.

inicios del siglo XVIII, cuando surgieron los mercados competitivos modernos. Por cierto, tendemos a etiquetar tales respuestas de comportamiento como irracionales. Pero los analistas que hacen pronósticos no deberían preocuparse de si la respuesta humana es o no irracional, sino solo de si es observable y sistemática.

“Esta es, para mí, la ‘variable explicativa’ faltante, tanto en la gestión de riesgo como en los modelos macroeconómicos”.

Pensar sobre el pensamiento

Además del Premio Nobel de Economía, Kahneman fue reconocido como destacado psicólogo. “Kahneman y sus colegas y alumnos cambiaron la forma en que pensamos sobre la forma en que piensa la gente”, dijo la entonces presidenta de la Asociación de Psicología de Estados Unidos, Sharon Stephens Brehm, al otorgar en 2007 a Kahneman el mayor galardón de la profesión por su destacado aporte durante toda su carrera.

Kahneman aún sigue con curiosidad la evolución de la economía del comportamiento, pero hace tiempo que pasó a ocuparse de otros temas.

Hoy se orienta al estudio del bienestar, colaborando con Gallup en una encuesta mundial para medir problemas y actitudes mundiales en más de 150 países (recuadro).

Reto al sacerdocio

Tiempo atrás, Kahneman comparó la profesión de economista a un sacerdocio de difícil acceso para los herejes. Pero reconoce lo mucho que ha avanzado la economía en los últimos 30 años con la aplicación de la psicología y otras ciencias sociales.

“En 1979 publicamos nuestro artículo en *Econometrica*, o sea, hace 30 años. En 2002, recibí el premio en Estocolmo, así que no es una iglesia tan rígida si consideramos que durante los primeros años la mayoría de los economistas no nos tomó en cuenta.

Si, hablé de una iglesia, pero no de una iglesia que quema herejes en la hoguera, porque si así fuera no quedaría mucha gente”. ■

Jeremy Clift es Director de Finanzas & Desarrollo.

Referencias:

- Ariely, Dan, 2009, *Las trampas del deseo (Barcelona: Ariel)*.
- Fudenberg, Drew, 2006, “*Advancing Beyond Advances in Behavioral Economics*”, *Journal of Economic Literature*, vol. XLIV (septiembre), págs. 694-711.
- Kahneman, Daniel, y Amos Tversky, 1979, “*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*”, *Econometrica*, vol. 47 (marzo), págs 263-91.
- Levitt, Steven, y John List, 2008, “*Homo Economicus Evolves*”, *Science*, 15 de febrero, págs 909-10.
- Taleb, Nassim Nicholas, 2008, *El cisne negro: El impacto de lo altamente improbable (Barcelona: Paidós)*.
- Thaler, Richard H., y Cass R. Sunstein, 2009, *Un pequeño empujón. El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad (Madrid: Taurus)*.



Sustentar la

La recuperación ha empezado, y para sustentarla se precisa un reequilibrio justo de políticas a escala nacional e internacional

Olivier Blanchard

EN UNA recesión normal las empresas y el empleo sufren estragos pero la recuperación es predecible. La actual recesión no es para nada normal.

Las recesiones suelen combatirse reduciendo las tasas de interés para reactivar la demanda y la producción. Así, los consumidores vuelven a comprar bienes duraderos, como electrodomésticos y automóviles, y las empresas reanudan inversiones postergadas. A menudo se devalúa el tipo de cambio para estimular las exportaciones. Al crecimiento flojo durante la recesión le sigue una racha de crecimiento fuerte, hasta que la economía vuelve a su cauce normal.

Pero la actual recesión mundial no es común y corriente. La recuperación no será sencilla, y la crisis ha dejado profundas cicatrices que afectarán a la oferta y la demanda por muchos años.

Problemas por el lado de la oferta

Algunas partes del sistema económico están rotas. Si la recesión hubiera sido normal, algunas empresas no habrían quebrado. Los países avanzados demorarán algún tiempo en rectificar las disfunciones de sus sistemas financieros. La intermediación financiera se verá perjudicada, así como el proceso de reasignación de recursos que es crítico para el crecimiento. En los mercados emergentes, las



recuperación mundial

entradas de capital, que se desplomaron durante la crisis, podrían demorar años en restablecerse. La nueva composición de la demanda mundial, en la que las economías emergentes desplazan a las avanzadas, puede exigir una reestructuración de la producción. En casi todos los países la crisis ha incrementado la carga fiscal y ha hecho inevitable un aumento de los impuestos.

Es posible entonces que no se vuelva a la antigua senda de crecimiento, y que el *producto potencial* sea menor que antes de la crisis.

Cuesta mucho saber cuánto ha disminuido el producto potencial. Lo único que se puede ver es el producto real, y los datos históricos son preocupantes. En la próxima edición de *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI analiza 88 crisis bancarias ocurridas en los últimos 40 años en diversos países. Si bien hay variaciones marcadas entre los países, el hecho es

que, en promedio, el producto se recupera, pero por debajo de su tendencia previa.

Las crisis suelen reducir permanentemente el nivel del producto, pero no su tasa de crecimiento. La buena noticia es que daría la impresión de que la tendencia en sí no parece haber sido afectada. De ser así, la economía mundial retornará a su antigua tasa de crecimiento. Pero el período de crecimiento fuerte típico de las recuperaciones normales, sobre todo en los países avanzados, podría ser efímero o inexistente.

Problemas por el lado de la demanda

Los problemas de la demanda pueden dificultar incluso el crecimiento “normal”. En la mayoría de los países, incluidos los avanzados, ahora se pronostica crecimiento positivo en los próximos trimestres, pero con dos acotaciones:

- La intensidad del crecimiento no será suficiente para reducir el desempleo, que se prevé llegará a su máximo el próximo año.
- Estos pronósticos se basan principalmente en una combinación de estímulo fiscal y reposición de los inventarios de las empresas, y no en un fuerte consumo privado e inversión fija. El retiro gradual del estímulo tiene que ocurrir tarde o temprano. Y el ajuste de los inventarios también tendrá un fin natural.

La recuperación dependerá del equilibrio alrededor de dos ejes. Uno es la reorientación hacia el gasto privado; y el otro es una redistribución internacional de la demanda agregada.

La continuidad de la recuperación dependerá del equilibrio alrededor de dos ejes. Uno es la reorientación hacia el gasto privado; y el otro es una redistribución internacional de la demanda agregada, a favor de la demanda externa en Estados Unidos y de la demanda interna en el resto del mundo, particularmente en Asia.

Reequilibrar el gasto público y privado

La respuesta fiscal a la crisis consistió en incrementar el gasto público, reducir los impuestos y permitir déficits fiscales mucho más abultados. Estas medidas sin duda fueron acertadas, dados el colapso de la demanda privada y la imposibilidad de reducir las tasas de interés por debajo de cero. Pero los fuertes déficits provocan aumentos rápidos de la deuda, y habida cuenta de los niveles de deuda ya elevados en muchos países, los nuevos aumentos no pueden ser indefinidos. Al prolongarse, los déficits ponen en peligro la sostenibilidad de la deuda y propician la subida de las tasas de interés a largo plazo, porque los prestatarios públicos desplazan a los privados y porque aumenta el riesgo de incumplimiento.

El estímulo fiscal, por sí solo, probablemente no durará mucho más en la mayoría de los países avanzados. En las economías del G-20, el promedio de la razón deuda/producto interno bruto (PIB) ya era alto antes de la crisis, y se prevé que superará el 100% en los próximos años. (La situación es muy diferente en varios países de economías emergentes, donde el nivel inicial de la deuda es mucho más bajo y hay más margen para financiar el gasto con déficits).

Las palabras “por sí solo” son importantes. El estímulo puede prolongarse si conjuntamente se toman medidas estructurales para limitar el crecimiento futuro de las prestaciones públicas (debido al aumento de los costos de la salud o el efecto del envejecimiento en las jubilaciones). Dichas medidas están justificadas. Según el FMI, el costo fiscal de los aumentos futuros de las prestaciones es 10 veces mayor que

el costo fiscal de la crisis. Es decir que incluso una reducción pequeña en el crecimiento de las prestaciones puede crear un importante espacio fiscal para prolongar el estímulo.

Pero a la larga el estímulo tendrá que ceder paso a la demanda privada. La fuente de esa demanda —consumo o inversión— es crucial.

Reequilibrar la demanda internacional

En Estados Unidos se encuentra no solo el origen de la crisis sino también la clave para una recuperación mundial. El consumo representa el 70% de la demanda total de ese país, y su merma fue la principal causa a mediano plazo de la reducción de producto durante la crisis. La razón ahorro/ingreso de los hogares estadounidenses, que fue casi cero en 2007, ha subido a alrededor de 5%. Un retorno al nivel de 2007 no es conveniente ni probable.

Por un lado, parte del aumento del ahorro en el último año quizá se deba a la actitud de expectativa de los consumidores, que se disparará cuando se despeje el panorama. Por otro lado, la tasa de ahorro tiende a subir junto con el producto y el ingreso. E incluso si la riqueza financiera retornara al nivel anterior a la crisis —ya sea en vivienda (algo inconveniente e improbable) o en acciones— y el producto retomara su tendencia, los consumidores de Estados Unidos tenderán a ahorrar más porque la crisis los ha hecho más conscientes del riesgo de eventos remotos pero devastadores.

Antes de la crisis se daba por sentado que los precios de la vivienda nunca o casi nunca descenderían (factor que contribuyó mucho a la crisis). Otra certeza, corroborada aún más por los datos, era que las acciones tendrían rendimientos anuales del 6%. La caída de la bolsa el año pasado refutó esa idea e introdujo la posibilidad de que se necesite más ahorro para garantizar una jubilación adecuada. Por eso los consumidores estadounidenses tenderán a ahorrar más, al menos mientras duren las lecciones de la crisis. La mejor estimación (basada en datos escasos) es que el ahorro estadounidense permanecerá por lo menos en su nivel actual. Eso supone una disminución de 5 puntos porcentuales en la razón consumo/ingreso disponible frente al período anterior a la crisis, o de aproximadamente 3 puntos porcentuales en la razón consumo/PIB. Es decir que un 3% más de la demanda agregada de Estados Unidos habrá de provenir de una fuente distinta del consumo.

La inversión no parece ser esa otra fuente. La inversión en vivienda, como porcentaje del PIB, fue excesiva antes de la crisis, y será escasa durante el largo tiempo que tome deshacerse del inventario acumulado de casas. Tampoco es probable que la inversión fija (también como porcentaje del PIB) sea mayor después de la crisis. La utilización de la capacidad está en un mínimo histórico y demorará en recuperarse. Pese a su actual solvencia, los bancos aún están restringiendo el crédito, y las normas estrictas de concesión de préstamos probablemente perdurarán algún tiempo. La menor eficiencia de la intermediación financiera incidirá tanto en la oferta como en la demanda. Los datos históricos de las recuperaciones “sin crédito” apuntan a que la inversión será floja por un buen tiempo.

¿Ayuda el bajo nivel de las tasas de interés?

Es probable que, con cualquier tasa de interés, la demanda privada de Estados Unidos sea más baja que antes de la crisis por mucho tiempo. Pero las palabras “con cualquier tasas de interés” ofrecen cierto optimismo. La tasa sin riesgo, a corto plazo es más baja ahora que antes de la crisis. En los tres años previos a la crisis, la tasa nominal media de las letras del Tesoro de Estados Unidos fue del 4%, mientras que el promedio de inflación fue del 3%, lo cual arroja una tasa real (descontada la inflación) del 1%. Ahora la tasa de esas letras se aproxima a cero y las expectativas de inflación parecen estar ancladas alrededor del 2%, lo cual implica una tasa real de aproximadamente -2%, o 3 puntos porcentuales por debajo del nivel precrisis. La Reserva Federal puede dejar en cero la tasa de política monetaria (tasa de los fondos federales) si es necesario y, como las expectativas de inflación tienden al alza, las tasas reales probablemente seguirán siendo negativas. En general, una reducción relativamente duradera de 1 punto porcentual en la tasa real genera un aumento de alrededor de 1 punto porcentual en la demanda agregada. Un descenso de 3 puntos porcentuales de la tasa real debería bastar para contrarrestar la precaución de los consumidores y las empresas y apuntalar la recuperación.

Pero quizá no. En el caso de la demanda, lo importante es la tasa a la que se ofrecen préstamos, no la tasa de política monetaria. La crisis demostró que esa tasa suele ser mucho más alta que la tasa de los fondos federales. Por ejemplo, las primas de riesgo de los bonos BBB de Estados Unidos son casi 3 puntos porcentuales más altas que antes de la crisis. Esta mayor percepción de riesgo puede ser una secuela perdurable de la crisis. (La escalada de las primas de riesgo de las acciones tras la Gran Depresión duró casi 40 años. Pero esa depresión fue larga, y la actual crisis no parece que vaya a tener el mismo efecto psicológico). Las mayores primas de riesgo podrían neutralizar al menos en parte las menores tasas de política monetaria. Las autoridades estadounidenses no pueden confiar en que solo los intereses bajos impulsarán la recuperación interna.

¿Puede ayudar Asia?

Para que la recuperación de Estados Unidos ocurra, incluso si se retira el estímulo fiscal y si la demanda interna es floja, el país tiene que incrementar sus exportaciones netas, o reducir su déficit en cuenta corriente, lo que significa que el cuantioso superávit en cuenta corriente en el resto del mundo tendrá que reducirse. ¿Pero cómo?

Obviamente, la mirada se dirige primero a los países con fuertes superávits, entre los que se destacan los países asiáticos y, sobre todo, China. Una reducción del superávit en cuenta corriente de China ayudaría a incrementar la demanda y sustentar la recuperación de Estados Unidos, que al empezar a exportar más contribuiría a sustentar la recuperación mundial.

A China esto le puede resultar conveniente. El crecimiento de ese país se ha guiado por un modelo predominantemente exportador basado en una tasa de ahorro elevada que modera la demanda interna y un tipo de cambio bajo que estimula la demanda externa. Pese a haber tenido mucho éxito, el modelo está generando una enorme acumulación de reservas y cada vez hay más presión para incrementar el consumo. La tasa de ahorro

elevada se debe a un fuerte ahorro precautorio de los hogares por la falta de un seguro social, al acceso limitado de los hogares al crédito y a factores de gestión de gobierno que empujan a las empresas a retener un porcentaje excesivo de utilidades. Ampliar el seguro social y el acceso de los hogares al crédito y subsanar los problemas de gobierno de las empresas son objetivos con ventajas intrínsecas, pero que además moderarían el ahorro y elevarían la demanda interna. Si este incremento de la demanda se enfrenta a restricciones de la oferta, la mayor demanda interna tendría que estar compensada en parte por una menor demanda

Una reducción del superávit en cuenta corriente de China ayudaría a incrementar la demanda y sustentar la recuperación de Estados Unidos, que al empezar a exportar más contribuiría a sustentar la recuperación mundial.

externa, lo que implica una apreciación del renminbi chino, al menos en términos reales. Una mayor demanda de importaciones en China y un renminbi más caro incrementarían las exportaciones netas de Estados Unidos.

Otros países de mercados emergentes de Asia también tienen superávits abultados en cuenta corriente, ya sea porque acumulan reservas a modo de seguros o porque optan por una estrategia de crecimiento basada en las exportaciones que incide en la cuenta corriente y la acumulación de reservas. Muchos de estos países podrían reducir el ahorro público o privado (como lo demuestra la drástica disminución del ahorro de los hogares en Corea desde los años noventa) y permitir la apreciación de sus monedas, lo que se traduciría en una reorientación de la demanda de fuentes externas a internas y en una reducción de los superávits en cuenta corriente.

Pero los incentivos de estos países son más débiles que los de China. Las reservas cuantiosas han demostrado ser muy útiles durante la crisis. Los servicios de *swap* de los bancos centrales y las líneas de crédito multilaterales —como la “línea de crédito flexible” del FMI— podrían reducir la demanda de reservas. Pero al no ser renovables, esos instrumentos no son tan seguros como las reservas. (Los mecanismos para reducir sustancialmente la acumulación de reservas también serían muy convenientes a largo plazo y sustentarían la recuperación a corto y mediano plazo). Los países con modelos de crecimiento basados en las exportaciones pueden enfocar más sus políticas en la demanda interna, pero cualquier cambio probablemente sea gradual.

Otro cálculo aproximado da una idea de las magnitudes. El PIB de Asia emergente equivale a un 50% del PIB de Estados Unidos (y el porcentaje aumentará a 70% en 2014). Entonces,

si todo su comercio fuera con Estados Unidos, los países asiáticos tendrían que reducir su saldo en cuenta corriente en un 4% del PIB para que la cuenta corriente de Estados Unidos mejore en un 2% del PIB (suponiendo un déficit del 3% en la razón consumo/PIB menos el incremento de un 1% en la demanda de Estados Unidos debido a las menores tasas de interés real). Como todo el comercio no es con Estados Unidos, el ajuste quizá tendría que ser aun mayor. De ahí la pregunta de si otros países pueden o deben desempeñar algún papel.

¿Qué papel deberían cumplir los países no asiáticos?

Varios otros países, ente ellos algunos avanzados, también tienen superávits en cuenta corriente. Por ejemplo, el superávit de Alemania en 2008 es la mitad del de China (aunque está reduciéndose rápidamente), y el de Japón es una tercera parte.

Alemania no podría reducir su superávit con la misma estrategia recomendada para China —apreciar la moneda y disminuir el ahorro—, dado que no puede programar una apreciación porque pertenece a la zona del euro. Y por el lado de la demanda, Alemania tiene en general el mismo problema de Estados Unidos: poco margen de maniobra fiscal, y no se sabe si es conveniente o factible que el consumo interno disminuya más. Pero a Alemania le convendría mejorar la productividad de su sector de bienes no transables, para que a la larga la demanda se reorienta hacia esos bienes y se reduzca el superávit en cuenta corriente. La misma estrategia es aplicable a Japón. Pero como las reformas estructurales son complicadas desde el punto de vista político y su efecto es demorado, el proceso tenderá a ser demasiado lento para apoyar sustancialmente la recuperación en los próximos años. Para que ocurra pronto, el reequilibrio probablemente tendrá que provenir de Asia, mediante una disminución del ahorro y una apreciación de las monedas asiáticas frente al dólar.

¿Y si el reequilibrio no ocurriera?

Este análisis mundial arroja tres conclusiones:

- La primera es que el producto potencial tenderá a disminuir a raíz de la crisis. No cabe esperar tasas muy fuertes de crecimiento en la recuperación.
- La segunda es que, a la larga, la recuperación sostenida en Estados Unidos y el resto del mundo exigirá un reequilibrio del gasto público en favor del privado.
- La tercera es que una recuperación sostenida probablemente precisará un aumento de las exportaciones netas de Estados Unidos y una reducción correspondiente en el resto del mundo, sobre todo en Asia.

Cada conclusión tiene su contraargumento.

Por el lado de la oferta, el efecto en el producto potencial es muy incierto. Aunque los datos históricos son pesimistas, algunos países han podido superar crisis bancarias sin efectos visibles en el producto potencial (si bien en otros se observan efectos negativos y duraderos no solo en el PIB sino también en la tasa de crecimiento).

Por el lado de la demanda, los países avanzados quizá tengan más espacio fiscal de lo previsto, lo cual permitiría a Estados

Unidos mantener déficits a más largo plazo y mayores niveles de deuda que los pronosticados sin crear inquietudes en el mercado acerca de la sostenibilidad de la deuda. De ser así, el reequilibrio del gasto público y privado podría ocurrir más lentamente, para dar más tiempo al reajuste de la demanda mundial. O quizá la demanda privada de Estados Unidos sea más fuerte si los consumidores de ese país vuelven a ahorrar menos. Esto ayudaría a la recuperación y haría innecesario

Para que ocurra pronto, el reequilibrio probablemente tendrá que provenir de Asia, mediante una disminución del ahorro y una apreciación de las monedas asiáticas frente al dólar.

un ajuste profundo de las exportaciones netas, aunque a largo plazo volvería a crear algunos de los problemas que causaron la actual crisis. O podría haber un desacoplamiento en el que, por ejemplo, el dinamismo retorna a Asia mientras que la recuperación flaquea en los países avanzados. Pero la crisis, y los estrechos vínculos de exportación que convirtieron al shock de Estados Unidos en una recesión mundial, indican que el desacoplamiento es posible pero poco probable.

No obstante, si se acepta que estos dos reequilibrios son necesarios para sustentar la recuperación, la pregunta es si van a ocurrir. Quizá no, o al menos no a la escala necesaria. Por ejemplo, si Asia no reduce su superávit en cuenta corriente y las exportaciones netas de Estados Unidos no mejoran sustancialmente, la débil demanda privada de Estados Unidos puede traducirse en una recuperación anémica de ese país, en cuyo caso podría surgir una fuerte presión política para prolongar el estímulo fiscal hasta que se recupere la demanda privada.

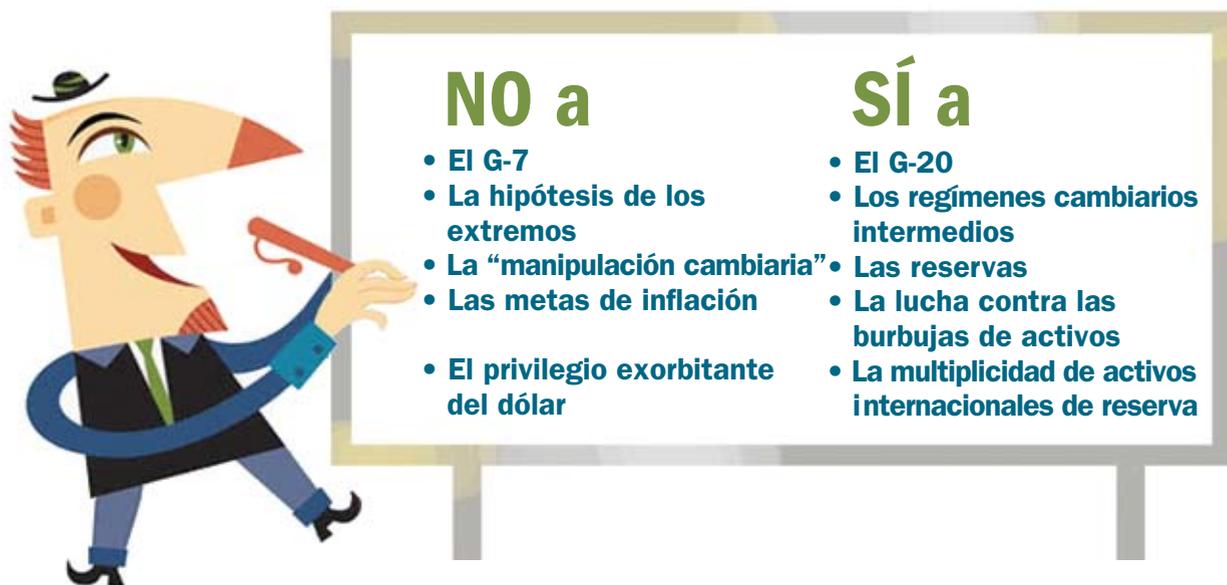
Se abre entonces un abanico de posibilidades. Si se resistiera la presión y se retirara gradualmente el estímulo fiscal, la recuperación de Estados Unidos podría estancarse. Si los déficits fiscales se prolongaran demasiado, surgirían preocupaciones con respecto a la sostenibilidad de la deuda y los bonos y la moneda de Estados Unidos, que provocarían salidas masivas de capital de ese país. Y una depreciación desordenada del dólar podría ocasionar otro episodio de inestabilidad y mucha incertidumbre, que, a su vez, podría truncar la recuperación.

Para sustentar la incipiente recuperación probablemente se precisará un reequilibrio justo a escala nacional e internacional. Al igual que en el período más intenso de la crisis, en los próximos años será crucial comprender los factores y los riesgos y facilitar cierta coordinación entre los países. ■

Olivier Blanchard es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

Las últimas modas del mundo del dinero

En el mundo del dinero, el “sí” de ayer es el “no” de hoy



Jeffrey A. Frankel

EN LA ECONOMÍA monetaria internacional las preguntas son siempre las mismas. Lo único que cambia, de una década a otra, son las respuestas. Propongo cinco conceptos hoy obsoletos y los que actualmente están de moda en su lugar.

1 No al G-7 Sí al G-20

No al G-7. El Grupo de los Siete se reunió por primera vez en Francia en 1975 para ratificar la adopción de facto del régimen de tipos de cambio flotantes que ocupó el lugar del sistema de Bretton Woods. Los ministros de Hacienda del G-7 colaboraron para bajar el dólar a tierra en 1985 y luego para frenar su depreciación en 1987 mediante los acuerdos del Plaza y del Louvre, respectivamente. El G-7 —Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido— solía ser el cónclave más importante del sistema monetario mundial, pero resultó cada vez más anacrónico. La entrada de Rusia en 1997 para integrar el G-8 fue tardía e insuficiente. La exclusión de China y de otros grandes países en desarrollo o de mercados emergentes lo volvió obsoleto. ¿Qué pueden lograr los ministros si debaten una moneda que no está representada?

Sí al G-20, que abarca el G-7 más otras 12 grandes economías —Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, Corea del Sur, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía— y la Unión Europea. La reunión de abril último en Londres produjo algunos avances significativos y algunos fracasos. Pero fue un hito porque el G-20 está tomando decisiones de fondo en las que finalmente están representadas las grandes economías emergentes.

2 No a la hipótesis de los extremos Sí a los regímenes cambiarios intermedios

No a la hipótesis de los extremos, según la cual los países se inclinan —o deberían inclinarse— hacia un régimen cambiario extremo: flexibilidad absoluta o adopción rígida de un tipo de cambio fijo a través de una caja de conversión, la dolarización o una unión monetaria. Ninguna alternativa intermedia es viable.

Esta hipótesis surgió en medio de la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC) de 1992–93 en Europa (Eichengreen, 1994). Gracias al MTC, los tipos de cambio de las monedas europeas podían fluctuar dentro de una banda estrecha, pero Italia, el Reino Unido y otros países se

vieron presionados a devaluar o salir del sistema, y Francia logró resistir únicamente porque se amplió la banda. Para muchos, la crisis significó que no había término medio entre un tipo flotante y uno fijo (y así pareció reafirmarlo el hecho de que la unión monetaria integral ocupara sin problemas el lugar de las bandas cambiarias amplias en 1998–99). Tras las crisis de Asia oriental de 1997–98, la hipótesis se aplicó también a los mercados emergentes. En la puja por “reformar la arquitectura financiera” y lograr que las crisis fueran menos frecuentes y graves, la dicotomía del tipo fijo o flotante se impuso rápidamente (Obstfeld y Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

El problema es que la hipótesis nunca quedó debidamente demostrada, ni teórica ni empíricamente. El colapso del plan de convertibilidad argentino en 2001, que había encadenado el peso al dólar, fue el principio del fin. Hoy está claro que la mayoría de los países aún se ubica a lo largo de un extensísimo espectro entre la flotación y los vínculos institucionales rígidos, y es poco común oír decir que los regímenes intermedios son de por sí una alternativa desacertada.

Sí a los regímenes cambiarios intermedios: Bandas cambiarias, paridades móviles, tipos de cambio vinculados a una cesta de monedas y combinaciones diversas. Según la clasificación del FMI, más de la mitad de sus miembros tienen un régimen cambiario intermedio. Esa proporción es aun mayor según estudios de los regímenes que los países aplican verdaderamente, a veces en contraposición a los que declaran utilizar (por ejemplo, Frankel y Wei, 2008).

3 No a la “manipulación cambiaria” Sí a las reservas

No a la “manipulación cambiaria”. En 2007, supuestamente se le encomendó al FMI la supervisión de los tipos de cambio de los países miembros, lo cual desde el punto de vista de Estados Unidos significaba decirle a China que el renminbi estaba subvalorado. La frase “manipulación cambiaria desleal” forma oficialmente parte del derecho estadounidense desde hace 20 años, y del Convenio Constitutivo del FMI desde aun antes, pese a sus dejos proteccionistas. A diferencia de la presión para que los países deficitarios devalúen, en la práctica casi nunca se hace cumplir la obligación de revalorización que supuestamente tienen los países excedentarios. Para algunos, es hora de corregir esa asimetría (Goldstein y Lardy, 2009). Personalmente, creo que es hora de reconocer dos cosas: primero, por lo general no es posible fijar con seguridad el valor correcto —y mucho menos “justo”— de una moneda y, segundo, los acreedores están y siempre estarán en una posición más ventajosa que los deudores. Dejémoslos de hablar de manipulación cambiaria desleal.

En Estados Unidos, algunos legisladores afirman que el renminbi está subvalorado y que sería beneficioso que China flexibilizara su régimen cambiario. Las dos afirmaciones son razonables, pero los políticos les dan demasiada importancia.

La insistencia constante en que China deje de intervenir en el mercado de divisas para mantener el renminbi fijo frente al dólar podría resultar contraproducente.

En 2007, haciéndose eco de esos reclamos, China abandonó el vínculo con el dólar y se apoyó sustancialmente en el euro. Pero llegada la primavera de 2008 dio marcha atrás, evidentemente en respuesta a las quejas de los exportadores de que la apreciación del euro frente al dólar ocurrida entre tanto lo había perjudicado. La expectativa en ese momento era que el regreso al dólar promovería las exportaciones chinas a expensas de Estados Unidos. Pero en el curso de 2008, el euro —sorpresivamente— se depreció frente al dólar. Si China no hubiera retomado el vínculo con el dólar, el valor del renminbi hoy sería más bajo. Competitivamente, los productores que operan en dólares estarían aún más en desventaja.

Dejémoslos de hablar de manipulación cambiaria desleal.

Con todo, la cuestión fundamental se plantea a más largo plazo. Estados Unidos depende de China para financiar sus déficits. Aunque el déficit en cuenta corriente se redujo a la mitad, la deuda interna sigue creciendo a un ritmo alarmante. Si China y otras economías asiáticas exportadoras de materias primas dejaran de comprar títulos del Tesoro estadounidense, caería el valor del dólar y las tasas de interés de Estados Unidos se dispararían. Los deseos de los legisladores estadounidenses se harían realidad, pero no con los resultados esperados.

Sí a las reservas. Si la intervención para frenar la apreciación dejó de ser pecado, acumular reservas ahora es una virtud.

El número de países con flotaciones libres y controladas ha aumentado regularmente desde 1973. Muchos mercados emergentes flexibilizaron el régimen cambiario como consecuencia de las crisis de 1994–2001.

En teoría, los países con tipos flotantes no tienen necesidad de mantener reservas, y mucho menos de usarlas. Pero las economías en desarrollo y de mercados emergentes aprovecharon el boom de 2003–07 para incrementar las reservas a niveles inauditos. En lugar de elegir entre flexibilizar el tipo de cambio y engrosar las reservas, optaron *por ambos*. Algunos economistas occidentales argumentaron persuasivamente que numerosos países tenían muchas más reservas de las que necesitaban (US\$2 billones actualmente en el caso de China), mayormente en letras del Tesoro estadounidense de bajo rendimiento (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Los países de mercados emergentes fueron quizá más astutos que los economistas. Las reservas de divisas les sirvieron de autoaseguro durante la crisis de liquidez mundial, y los países que las acumularon con carácter precautorio lograron evitar fuertes depreciaciones durante el pánico de 2008 (Obstfeld, Shambaugh y Taylor, 2009).

4 No a las metas de inflación (en sentido estricto) Sí a la lucha contra las burbujas de activos

No a las metas de inflación. Esta última fue la década de las metas de inflación (Svensson, 1995; Bernanke *et al.*, 1999). En un sentido estricto, los bancos centrales se comprometen a respetar metas de inflación anuales, medidas invariablemente según el índice de precios al consumidor (IPC), y a ser juzgados según las cumplan o no. Las metas “flexibles” permiten apuntar tanto al producto como a la inflación, de acuerdo con la famosa “regla de Taylor”. Según la línea ortodoxa de pensamiento, un banco central básicamente debe desentenderse de los precios de los activos, el tipo de cambio y los precios de exportación, excepto en la medida en que presagien inflación.

En mi opinión, las metas de inflación —al menos en el sentido estricto— ya perdieron lustre.

Primero, la obligación de desentenderse del tipo de cambio la cumplen como mucho una docena de países firmemente comprometidos a mantener un régimen de flotación. La mayoría de los países que proclama tener un tipo flotante en realidad siente la necesidad de intervenir para moderar las fluctuaciones de la demanda de su moneda (Calvo y Reinhart, 2002).

Segundo, se plantea el tema de los precios de los activos, el más importante para las economías avanzadas grandes. Hace una década, la mayor parte de los economistas monetaristas aceptaban la doctrina de Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal, de que es inútil intentar detectar y desactivar burbujas especulativas en los mercados bursátiles e inmobiliarios y que basta recortar las tasas de interés después de que explotan para proteger la economía. La experiencia reciente los hizo cambiar de opinión.

Salir al rescate de los mercados después de un crash crea un problema de riesgo moral que exagera las burbujas.

Tercero, usar el IPC como el índice de precios de referencia desestabiliza innecesariamente las cuentas internacionales de los países sensibles a los shocks comerciales. El índice de precios al productor o un índice de precios de exportación permitiría absorber mejor las fluctuaciones de los términos de intercambio (Frankel, 2005).

Sí a la lucha contra las burbujas de activos. Durante 30 años se pensó que la expansión monetaria excesiva era sinónimo de descontrol inflacionario y que para recuperar la estabilidad de precios se necesitaba una contracción monetaria y, generalmente, una recesión. Las recesiones de 1974, 1980, 1981–82 y 1990–91 se ajustaron a esa descripción.

Pero el siglo XX abunda en ejemplos de grandes auges de activos durante los cuales la política monetaria fue demasiado expansiva y que terminaron en colapsos devastadores, *pero sin que en ningún momento hubiera inflación*: el boom inmobiliario de Florida durante la década de 1920 y el boom bursátil de Nueva York que terminó en el crash de 1929 y la Gran Depresión; la burbuja bursátil e inmobiliaria de Japón en 1986–89 que resultó en una década de estancamiento; el auge y el colapso de Asia en la década de 1990, y la experiencia de Estados Unidos durante la última década. (Borio, 2005, hizo esta observación *antes* de que estallara la crisis financiera en 2007).

A la doctrina de Greenspan se puede responder que detectar burbujas no es más complicado que detectar presiones inflacionarias con 18 meses de anticipación; que las autoridades monetarias sí tienen herramientas para pinchar burbujas especulativas; que salir al rescate de los mercados después de un crash crea un problema de riesgo moral que exagera las burbujas, y que —como aprendimos hace poco— el costo en términos de la pérdida de producto puede ser enorme, aun cuando el banco central lanza una campaña muy expansiva.

5 No al privilegio exorbitante del dólar Sí a la multiplicidad de activos internacionales de reserva

No al privilegio exorbitante del dólar. Es natural preguntarse si Estados Unidos podrá mantener el déficit en cuenta corriente sin una depreciación profunda del dólar y conservar el privilegio extraordinario de seguir endeudándose en su propia moneda prácticamente sin límites. Y si es así, ¿se trata de un privilegio “exorbitante”, justificado solo por el tamaño de la economía y su historia, más que por un comportamiento virtuoso manifestado en disciplina presupuestaria y estabilidad de los precios y del tipo de cambio? Desde 1980, Estados Unidos acumuló US\$10 billones en deuda. Entre enero de 1973 y mayo de 2009, el dólar se depreció 30% frente al índice de grandes monedas de la Reserva Federal. Parece poco probable que la disciplina macroeconómica sea la fuente de ese privilegio.

Hay quienes piensan que la razón es que Estados Unidos puede explotar su ventaja comparativa de suministrar activos de buena calidad al resto del mundo (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas y Rey, 2007; Ju y Wei, 2008; Mendoza, Quadrini y Rios-Rull, 2007).

Según esa interpretación, la causa fundamental de los desequilibrios en cuenta corriente es el exceso de ahorro en Asia y otros países que buscaban buenas inversiones. Pero a ese razonamiento hay que contraponer la baja calidad de los activos de Estados Unidos que quedó expuesta repentinamente en 2007 y la pérdida de credibilidad de sus instituciones financieras en la crisis subsecuente. (Véase “El futuro de las monedas de reserva” en esta edición).

Aunque los argumentos más exóticos sobre la calidad inigualada de los activos *privados* estadounidenses perdieron atractivo, persiste la idea fundamental del privilegio

exorbitante: el dólar es la moneda de reserva mundial debido al tamaño de la economía estadounidense y su historia. Lo que no está claro es si lo seguirá siendo eternamente o si un trecho suficientemente largo de déficits y depreciaciones podría desviar a los inversionistas hacia otros horizontes.

Sí a la multiplicidad de activos internacionales de reserva. ¿Hay otra moneda que pueda desbancar el dólar? El yen y el marco alemán, los dos contrincantes de los años setenta y ochenta, resultaron demasiado débiles. El euro, sin embargo, es una alternativa viable. También hay otros activos de reserva nuevos o que inspiran renovado interés, como los derechos especiales de giro (DEG) del FMI. Lo más probable es un sistema con varios activos de reserva internacionales, en lugar de la primacía abrumadora del dólar.

Lo que le confiere a una moneda el carácter de moneda de reserva es el tamaño de la economía, la profundidad de los mercados financieros, la tasa de rentabilidad y la inercia histórica. Eurolandia y Estados Unidos tienen un tamaño parecido. Tras la crisis, los mercados financieros estadounidenses por primera vez no parecen tan ilimitados, profundos, líquidos y seguros. Además, el dólar no ha podido mantener su valor con el correr del tiempo, medido según el nivel o la volatilidad del tipo de cambio.

Efectivamente, vivimos tiempos parecidos a los años sesenta con el sistema de Bretton Woods, cuando los bancos

centrales extranjeros compraban dólares que no necesitaban para impedir que se apreciara su propia moneda. Pero estamos más cerca del fin que del principio, como en 1971, cuando la expansividad de la política monetaria y fiscal de Estados Unidos empujó a la baja la balanza comercial y la

Tras la crisis, los mercados financieros estadounidenses por primera vez no parecen tan ilimitados, profundos, líquidos y seguros.

balanza de pagos global, colapsando el sistema. No hay razón para esperar que esta vez el resultado sea diferente. Estados Unidos no puede depender necesariamente del apoyo de gobiernos acreedores.

El cambio de moneda de reserva es lento, pero llega un momento en que es inevitable. El precedente más vívido es la libra esterlina, que entre 1931 y 1945 quedó desplazada por el dólar. Junto con Menzie Chinn estimamos (2008) que para 2022 el euro le podría tomar la delantera al dólar. Pero esa simulación no se debe tomar con demasiada literalidad;

 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

To learn more about SIPA, please visit:

www.sipa.columbia.edu

lo más probable es que el mundo unipolar del dólar se vea reemplazado por un sistema de reservas múltiples.

Este año, los bancos centrales empezaron a comprar otros activos internacionales de reserva, además del euro. Primero, DEG, un remedio que llegó demasiado tarde a fines de la década de 1960 para combatir el rápido desfallecimiento del sistema de Bretton Woods. Los DEG emitidos a comienzos de los años setenta se afirmaron como activo de reserva internacional, pero su volumen era demasiado pequeño como para tener peso. Llegados los años noventa, prácticamente habían desaparecido del sistema monetario mundial (Eichengreen y Frankel, 1996).

Los DEG revivieron con bombos y platillos en la cumbre de abril del G-20, que decidió no solo triplicar el tamaño del FMI sino también hacer una emisión nueva por primera vez en años. Posteriormente, China sugirió reemplazar el dólar por DEG como moneda internacional. Como ningún país ni región de peso lo usa como moneda nacional, los DEG no tienen mucha chance frente al euro o al yen, y menos frente al dólar. Pero parece probable que vuelva a ser una alternativa seria en un sistema de monedas de reserva múltiples, sobre todo si el FMI adopta las propuestas para una “cuenta de sustitución” que les permita a los miembros canjear dólares por DEG.

Segundo, tras décadas de ortodoxia que consideraba un anacronismo apilar lingotes para que los bancos centrales los vendieran de a poco, el oro nuevamente está de moda. Según información que circuló este año, el Banco Popular de China incrementó drásticamente las tenencias de oro, en lugar de adquirir volúmenes ilimitados de dólares.

Tercero, el yen últimamente se considera un refugio seguro.

Y luego está el renminbi. Aunque requeriría un desarrollo y una apertura sustancial de los mercados financieros chinos, el renminbi podría transformarse en una moneda internacional en el curso de una década y posiblemente una de las más importantes dentro de las tres próximas décadas. Pero sería parte de un sistema que abarcaría también el dólar, el euro, el yen, la libra, el franco suizo, el DEG y, quizás, el oro.

Un sistema de múltiples monedas de reserva es ineficiente en el mismo sentido en que un sistema de trueque es ineficiente. Pero protegería al resto del mundo de una potencia que explota su predominio acumulando un exceso de deuda y luego la disuelve a través de la inflación o la depreciación. ■

Jeffrey Frankel es Profesor de la Cátedra Harpel en la Universidad de Harvard.

Referencias:

- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin y A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Borio, Claudio, 2005, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?”, *National Institute Economic Review*, vol. 192, No. 1, págs. 84–101.
- Caballero, R., E. Farhi y P. Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 358–93.
- Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, págs. 379–408.
- Chinn, Menzie, 2005, “Getting Serious About the Twin Deficits”, *Council Special Report No. 10* (Nueva York: Council on Foreign Relations).
- , y Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar”, *International Finance*, vol. 11, No. 1, págs. 49–73.
- Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).
- , y Jeffrey Frankel, 1996, “The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System”, en *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, M. Mussa, J. Boughton y P. Isard, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Forbes, Kristin, 2008, “Why Do Foreigners Invest in the United States?”, *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2005, “Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, No. 4, págs. 495–508.
- , y Shang-Jin Wei, 2008, “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights”, *IMF Staff Papers*, vol. 55, págs. 384–416.
- Goldstein, Morris, y Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China’s Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Hélène Rey, 2007, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, en *G7 Current Account Imbalances*, R. Clarida, compilador (Chicago: University of Chicago Press), págs. 11–66.
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?”, *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, págs. 1–55.
- Ju, Jiandong, y Shang-Jin Wei, 2008, “When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?”, *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, informe presentado al Congreso de Estados Unidos, marzo.
- Mendoza, E., V. Quadrini y J. Rios-Rull, 2007, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances”, *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, No. 4, págs. 73–96.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh y A. Taylor, 2009, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 2, págs. 480–86.
- Summers, Lawrence, 1999, *Testimonio ante el Subcomité de Relaciones Externas del Senado sobre política económica internacional y fomento del comercio*, enero.
- , 2006, “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation”, *L.K. Jha Memorial Lecture*, Banco de la Reserva de India, 24 de marzo.
- Svensson, Lars, 1995, “The Swedish Experience of an Inflation Target”, en *Inflation Targets*, L. Liederman y L. Svensson, compiladores (Londres: Centre for Economic Policy Research).

Una nueva arquitectura

¿Qué hacer para afianzar la regulación y la supervisión financiera?

Andrew Crockett

A PARENTEMENTE superada la etapa más peligrosa de la crisis financiera que comenzó en 2007, la atención se está volviendo hacia el afianzamiento del sistema financiero. Las autoridades se plantean cómo corregir las fallas de la arquitectura financiera que contribuyeron a la crisis.

Las causas fueron numerosas y su importancia relativa será tema de debate durante años. Pero la opinión pública espera, con justa razón, una reforma del sistema regulatorio para impedir que se repitan los costos económicos y humanos de la crisis.

Dadas las circunstancias, es natural el deseo de incrementar la regulación, pero lo que se necesita es mejorarla, es decir, lograr un régimen que detecte con más facilidad focos de vulnerabilidad incipientes, valore debidamente el riesgo y promueva un comportamiento prudente. En algunos casos, se necesitará más regulación; en otros, un uso más focalizado de atribuciones que los reguladores ya poseen. El objetivo de la reforma debe ser un sistema financiero no solo estable, sino también eficiente e innovador.

Conviene hacer una distinción entre las reformas que afectan al *alcance* institucional de la regulación, las que alteran el *contenido* de las reglas de supervisión y las que modifican la *estructura* de los órganos regulatorios de supervisión.

Ampliar la arquitectura

Tradicionalmente, la regulación abarca los tres pilares del sistema financiero: los bancos, los seguros y los mercados de valores. Durante mucho tiempo fue fácil determinar qué institución pertenecía a cada categoría, y estos tres pilares básicamente cubrían el espectro de la intermediación financiera. Pero en los últimos años, una variedad mucho más amplia de instituciones comenzó a jugar un papel importante en el funcionamiento del sistema financiero.

Una novedad importante en la intermediación del crédito fue el surgimiento del modelo de “originar para distribuir”. Un porcentaje creciente del crédito se intermedia a través de los mercados de capital, lo cual ofrece dos ventajas: las fuentes de liquidez a disposición de los prestatarios son más profundas y, en principio, el riesgo se distribuye entre las entidades con más capacidad y voluntad de manejarlo. Pero para funcionar con eficiencia y seguridad, el modelo requiere condiciones estrictas.

Los originadores del crédito necesitan incentivos para evaluar el riesgo debidamente. Los creadores y distribuidores de productos de crédito titulizados deben ofrecer una transparencia adecuada. Y los compradores de los títulos deben estar familiarizados con las propiedades de los activos que adquieren. Eso significa que la seguridad del funcionamiento del sistema financiero depende de un mayor número de agentes.

Los capitales privados mancomunados, como los *hedge funds* y los fondos de capital riesgo, crecieron enormemente. Los fondos comunes de inversión en el mercado de dinero recaudan y colocan cada vez más fondos a corto plazo. Los bancos de inversión expandieron drásticamente su operatoria bursátil. Los originadores de hipotecas son el núcleo de creación de los activos que sustentan los mercados de títulos con respaldo hipotecario.

Además, los proveedores de servicios, como los sistemas de compensación y liquidación, las calificadoras de riesgo y las auditoras, influyen cada vez más en la distribución eficiente y segura del crédito. Por todas estas razones es necesario que la nueva arquitectura ofrezca una supervisión adecuada de una diversidad mucho más extensa de participantes.

Replantear la regulación

Casi todas las crisis financieras giran en torno a los problemas de la calidad del crédito y el exceso de apalancamiento. Las causas varían, pero estas dos indudablemente son predominantes.

Por eso, una reforma duradera de la arquitectura regulatoria requiere técnicas que contrarresten la tendencia a valorar incorrectamente el riesgo crediticio y a asumir un apalancamiento excesivo. La valoración errónea del riesgo crediticio forma parte de un fenómeno que hace poco pasó a conocerse bien como la prociclicidad del sistema financiero. En las buenas épocas, la sensibilidad al riesgo disminuye, el riesgo medido parece reducirse y se atribuye a los mitigadores de riesgo (como las garantías) un valor mayor del que suelen merecer. Entonces, los prestamistas conceden crédito en condiciones que no reflejan los riesgos que surgen cuando cambia el ciclo. En las malas épocas, por el contrario, prevalece un exceso de precaución, los indicadores de riesgo se encuentran bajo la influencia de las pérdidas recientes y el valor de las garantías cae estrepitosamente. El ánimo entre los prestamistas cambia radicalmente.

Para reformar el sistema será importante dejar mejor reflejados los riesgos que existen a lo largo de todo el ciclo y limitar la tendencia a la prociclicidad, un tema que está estudiando el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. La mayoría de las soluciones implican mecanismos que alienten a los bancos a acumular más reservas de capital durante las bonanzas para poder absorber pérdidas durante las desaceleraciones sin caer en una espiral destructiva de contracción crediticia.

El exceso de apalancamiento es otro componente de la prociclicidad. La transformación del apalancamiento y los vencimientos —tomar depósitos a corto plazo y usarlos para conceder préstamos a largo plazo— es una fuente importante del valor agregado que aporta un sistema financiero, pero depende de un

financiera

control cuidadoso del riesgo y de reservas de capital adecuadas. La reforma tendrá que hacer más hincapié en el financiamiento prudente de las carteras de activos de los bancos.

Obviamente, habrá que incrementar los niveles de capital en el sistema financiero, sobre todo para cubrir el riesgo de la operatoria bursátil. Pero el encaje bancario no debe ser utilizado como una respuesta uniforme a los riesgos sistémicos. De hecho, más allá de cierto nivel el encaje encarece la intermediación y puede empujarla hacia canales menos regulados que podrían acarrear riesgos mayores. La ampliación del capital debe ir acompañada de un control más estricto del riesgo. Concretamente, hay que centrar la atención en el control de los riesgos de liquidez, respaldado quizá por reglas cuantitativas sobre la transformación de vencimientos.

Reorganizar a los reguladores

Tradicionalmente, la regulación estaba dividida en tres ámbitos, con sendos órganos responsables de la supervisión de la banca, las compañías de seguros y los mercados de valores. En los últimos años surgieron reguladores integrados —en Japón, Alemania y el Reino Unido, por ejemplo— y, en el caso de Australia y los Países Bajos, un modelo doble que separa la supervisión prudencial de la protección de las empresas y los consumidores. Sin embargo, la crisis actual exige una reevaluación más fundamental de la estructura de responsabilidades regulatorias. Si están divididas, debe haber mecanismos más sólidos de cooperación entre los distintos órganos y con la autoridad monetaria, en caso de que el banco central no sea el regulador.

Además, el alcance mundial de la industria financiera y de la crisis resalta la importancia no solo de las estructuras regulatorias nacionales sino también de mecanismos de coordinación adecuados a escala mundial.

Está cada vez más claro que no se puede intentar afianzar la estabilidad sistémica únicamente supervisando el funcionamiento prudente de instituciones financieras aisladas. Hay riesgos que escapan a la supervisión microprudencial y que se detectan a nivel macroprudencial, por ejemplo cuando un shock golpea simultáneamente a todas las instituciones financieras o cuando la respuesta a un shock genera una dinámica inherentemente desestabilizante para los mercados.

El ejemplo más obvio es el de una institución que, tras una crisis de cartera, intenta despejar el riesgo liquidando sus activos, lo cual provoca una caída de precios que genera pérdidas en otras instituciones, y estas a su vez buscan protegerse liquidando sus propios activos. Así se pone en marcha una espiral de desvalorización de activos y liquidación de carteras.

Muchos países se están planteando la creación de un regulador del riesgo sistémico, encargado de velar por la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y capaz de detectar lagunas en las estructuras regulatorias y vulnerabilidades incipientes en las tendencias financieras. Existe un debate considerable sobre el organismo que debería desempeñar esa función. Algunos se la atribuyen al banco central, dada su preocupación tradicional por la estabilidad financiera, su participación directa en los mercados y su capacidad para usar su balance y servir de prestamista de última instancia en una crisis.

Quienes se oponen piensan que eso significa concentrar demasiado poder en una sola institución, con el riesgo consiguiente de mayor politización. Además, se perderían las perspectivas que pueden ofrecer los demás reguladores. Por lo tanto, la responsabilidad de la supervisión sistémica podría quedar en manos de un consejo de reguladores, quizá con su propio personal independiente encargado de evaluar los riesgos sistémicos. También podrían encontrarse soluciones intermedias.

Un aspecto importante de la estructura regulatoria es la coordinación internacional. El ámbito financiero es cada vez más internacional, como lo demuestran los mercados mundiales y las grandes instituciones financieras transfronterizas. Conviene que la intermediación financiera esté sujeta a una regulación coherente y de gran calidad en todas las jurisdicciones importantes, a fin de afianzar la seguridad, eliminar oportunidades de arbitraje regulatorio, evitar una supervisión costosa y duplicada y promover la igualdad de las condiciones de competencia.

La manera más fácil de lograrlo sería a través de una autoridad financiera mundial única, pero en el futuro próximo esa alternativa es irrealista. Las responsabilidades regulatorias son una cuestión de soberanía nacional y, a fin de cuentas, los gobiernos nacionales deben tomar decisiones costosas cuando una de sus instituciones privadas tropieza con problemas. De modo que, en la práctica, la coordinación de la regulación deberá ocurrir por medio de órganos internacionales, entendimiento recíproco y presión entre pares. Aun así, sería conveniente otorgar más autoridad a esas instituciones y agrupamientos para que puedan ejecutar sus recomendaciones.

Los órganos clave son el FMI, el BPI, el Consejo de Estabilidad Financiera y las instituciones normativas sectoriales (el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Consejo Internacional de Normas Contables). En la medida en que reciban apoyo de grupos debidamente representativos (como el G-20), sus recomendaciones y decisiones tendrán más peso.

Lograr resultados

Se puede hacer mucho para fortalecer la regulación y la supervisión financiera para afianzar la estabilidad del sistema sin sacrificar su contribución vital al funcionamiento eficiente de la economía general. El debate actual parece abordar los temas que importan e ir por buen camino. Con todo, será importante estudiar de cerca los resultados para evitar librar una guerra que ya pasó o sucumbir a la ley de las consecuencias imprevistas. ■

Andrew Crockett es Presidente de JPMorgan Chase International.



Con la **mira** en el futuro

Carlo Cottarelli y José Viñals

Los países deben comenzar a diseñar estrategias económicas para acompañar la recuperación

LECONOMÍA mundial muestra signos de recuperación —hay luz al final del túnel—, pero las perspectivas aún son muy inciertas. Todavía no cabe retirar las políticas de respuesta a la crisis, pero ya hay que definir una estrategia para que durante la recuperación no se desestabilicen las expectativas ni se debilite el efecto de las actuales medidas de respaldo fiscal y monetario.

Las autoridades fiscales y los bancos centrales han luchado contra la recesión económica mundial reemplazando la debilitada demanda de los consumidores y las empresas, y dando un importante respaldo al sistema financiero y a otros sectores clave, lo que ha hecho crecer sus balances y sus riesgos.

Por otra parte, el fuerte aumento de la deuda pública ha ocurrido en un momento en que el gasto en pensiones y servicios de salud crece debido al envejecimiento de la población, especialmente en las economías avanzadas. Esto ha desbaratado los esfuerzos de muchos países a lo largo de 10 años para reforzar el presupuesto público en previsión de esas necesidades. Si bien la distensión de

la política monetaria y el uso de medidas no convencionales por parte de los bancos centrales pueden haber impedido el colapso del sector financiero, la sustancial adquisición de activos riesgosos ha expuesto a varios de ellos a potenciales pérdidas, y el carácter cuasi-fiscal de algunas de esas medidas puede someter al banco central a presiones políticas.

¿Qué implica todo esto para las políticas que acompañen la recuperación? Primero, los problemas fiscales del envejecimiento de la población deben ser atacados con mayor vigor. Segundo, hay que preservar e incluso reforzar la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación. Tercero, las políticas han de fomentar un crecimiento económico fuerte y sostenible, devolviendo a manos privadas el control del sector financiero y otros sectores, para facilitar la competencia y la consiguiente mejora de la productividad.

Un problema fiscal sin precedentes

Tres factores están contribuyendo al importante deterioro de las finanzas públicas:

- El desplome de la actividad y la desaceleración del crecimiento económico en los

próximos años en comparación con las proyecciones previas a la crisis.

- Los programas de estímulo fiscal.
- Las intervenciones estatales en respaldo del sector financiero.

Se prevé que la razón deuda/producto interno bruto (PIB) aumentará a 115% en las economías avanzadas en 2014, según la actualización de julio de *Perspectivas de la economía mundial* comparada con un 75% en 2007, y que para entonces se ubicará en un nivel cercano o superior al 90% en todas las economías del G-7, excepto Canadá.

El incremento de la deuda pública no tiene precedentes en tiempos de paz. En los años treinta se registraron aumentos importantes, pero a partir de niveles menores (en Estados Unidos, alrededor del 20% del PIB en 1929), y con tendencias demográficas favorables.

Solo una proporción relativamente pequeña del aumento de la deuda (6%) es atribuible a las operaciones de respaldo financiero. El grueso surge del estímulo fiscal y especialmente de la pérdida de ingresos tributarios por la recesión y el colapso del precio de los activos. Por eso, el problema fiscal no puede resolverse con solo “replegar” el respaldo financiero.

Riesgos fiscales

Si no se frena el crecimiento de la deuda, podrían surgir temores de que la inflación la “diluya” o de que la cesación de pagos sea inevitable. Los tipos de interés subirían, agravando el problema fiscal y posiblemente abortando la recuperación; los vencimientos se acortarían, y quizás habría crisis de refinanciamiento, lo que podría ocasionar problemas muy graves si se percibe un alto riesgo de depreciación de la moneda.

Según varios pronósticos e indicadores de las expectativas de mercado derivados de los bonos indexados a la inflación en los principales países avanzados, la inflación se mantendrá baja durante la próxima década. Además, pese a un alza reciente, los tipos de interés de los títulos públicos también permanecen bajos. Sin embargo, los mercados suelen reaccionar tardía y repentinamente, y por lo tanto no se puede dar nada por seguro.

Algunos analistas señalan que si los bancos centrales no logran contraer sus balances y ajustar la política monetaria con suficiente rapidez cuando comience la recuperación, la inflación resultante podría contribuir mucho a reducir la carga de la deuda. Pero una inflación alta genera fuertes distorsiones y puede costar volver a bajarla. Una inflación de un dígito no disminuiría demasiado el valor real de la deuda, especialmente si las mayores expectativas inflacionarias se traducen en tipos de interés más elevados la próxima vez que los gobiernos refinancien sus obligaciones. Por eso, la estabilidad de precios (inflación baja) es un “bien público” imprescindible para un crecimiento económico sostenido.

Los bancos centrales actuaron con decisión

Las enérgicas medidas adoptadas por los bancos centrales para aportar liquidez y financiamiento impidieron el colapso del sector financiero y los perjuicios de una deflación. Esas entidades bajaron sustancialmente su tipo de intervención, y al inyectar liquidez prolongaron los vencimientos y am-

pliaron la gama de garantías y el grupo de contrapartes para garantizar un flujo regular de reservas hacia el sistema.

Los bancos centrales también realizaron diversas operaciones no convencionales con activos, ya que en ciertos casos los tipos de interés a corto plazo se aproximaban a cero y tuvieron que combatir las perturbaciones del mercado, sobre todo cuando creció fuertemente la demanda de reservas bancarias tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

En esta crisis, la *distensión monetaria cuantitativa* consistió en comprar títulos públicos para bajar los tipos de interés a

Las políticas han de fomentar un crecimiento económico fuerte y sostenible, devolviendo a manos privadas el control del sector financiero y otros sectores, para permitir la competencia.

largo plazo, mientras que la *distensión del crédito* consistió en adquirir activos del sector privado —papeles comerciales, por ejemplo— para contrarrestar el aumento de los diferenciales en ciertos mercados. En algunos países, el impacto combinado de la distensión cuantitativa y crediticia en el balance del banco central ha sido muy importante. Al final de junio de 2009, el balance de la Reserva Federal aumentó a más del doble, y el del Banco de Inglaterra casi se triplicó, desde el inicio de la crisis dos años antes, en ambos casos a un 15% del PIB. El balance del Eurosistema se expandió un 50%, llegando al 20% del PIB.

La política monetaria enfrenta problemas inusuales

Los bancos centrales quizá tengan que enfrentar el riesgo de una mayor presión inflacionaria —generada por la demanda interna, el precio de las materias primas o la transmisión de las fluctuaciones cambiarias—, así como la necesidad de preservar la estabilidad financiera mientras persista la debilidad de la economía.

El amplio uso de instrumentos no convencionales ha complicado la adopción de políticas y su comunicación. Normalmente, el banco central usa un único instrumento —el tipo de interés a corto plazo, por lo general un tipo interbancario— para señalar una reorientación de su política monetaria. Pero las operaciones no convencionales hacen mucho más difícil evaluar tal orientación. Esta dificultad puede persistir en las etapas iniciales de la recuperación si las presiones inflacionarias resurgen en ciertos países antes de que los mercados estén totalmente saneados, y por eso se seguirá recurriendo a ese tipo de instrumentos aun si suben los tipos de interés.

A los bancos centrales les será muy difícil determinar cuándo y en qué medida se debe revertir la distensión; decidir la com-

posición de su balance en el futuro; coordinar medidas con las autoridades fiscales y otros bancos centrales, y comunicar la estrategia al público. Por otra parte, aunque la estabilidad de precios debe seguir siendo el objetivo principal de la política monetaria, hay que definir el papel que ha de cumplir el banco central para garantizar la estabilidad financiera.

Vuelta a la normalidad

A medida que las economías se recuperen, será importante volver a normalizar no solo la deuda pública y el balance del banco central sino también las responsabilidades institucionales. Para prevenir una crisis futura, debe procederse al ajuste fiscal—incluida la reforma de los sistemas de pensiones y de salud—tan pronto se afiance la recuperación. Al retirar sus intervenciones, reponiendo las pérdidas ocasionadas al presupuesto del Estado, el banco central recuperará su capacidad para controlar la inflación.

Mayor disciplina fiscal

La magnitud del ajuste fiscal necesario en las próximas décadas casi no tiene precedentes, especialmente en los países más endeudados. Según un estudio del Departamento de Finanzas Públicas del FMI, los países avanzados con una deuda más elevada (más del 60% del PIB en 2014) tendrían que mantener un superávit primario (ingresos menos gastos antes de pagos de intereses) del 4½% en promedio a partir de 2014 para reducir la deuda al 60% del PIB para 2030 (Horton, Kumar y Mauro, 2009).

El ajuste fiscal exigirá la reforma de las prestaciones de pensiones y de salud, los dos factores que más presionarán el gasto público en las décadas siguientes. El valor presente neto del gasto futuro debido al envejecimiento de la población, que es 10 veces mayor que el costo fiscal de la crisis, podría reducirse considerablemente si se elevara la edad de jubilación, sin menoscabar los efectos del estímulo fiscal en la demanda agregada.

El ajuste debería extenderse asimismo a los ingresos y gastos en general. Las decisiones de cada país dependerán de sus circunstancias y preferencias de política, pero tendrán características comunes. Por el *lado del gasto*, el estímulo fiscal no puede ser permanente. Por el *lado del ingreso*, ampliar la base tributaria será el primer paso, pero la reforma de la estructura impositiva ahora será más importante, y deberá comenzar por los impuestos que corrijan externalidades, como el impuesto al carbono. También deberían institucionalizarse mecanismos fiscales—como marcos a mediano plazo, leyes de responsabilidad fiscal, reglas y comités—de acuerdo con las circunstancias de cada país.

Las políticas también deben garantizar una recuperación adecuada del valor de los activos adquiridos durante la crisis. Las autoridades pueden verse ante la disyuntiva de vender activos rápidamente al sector privado tan pronto los bancos o empresas adquiridos vuelvan a ser rentables, o bien seguir una estrategia más gradual, que a la larga podría ser más ventajosa para el Estado.

El crecimiento económico debe ser la mayor prioridad, dado su potencial para mejorar la posición de deuda de un país. Si el crecimiento económico aumenta un punto porcentual durante 10 años (con un nivel constante de gasto y un tipo impositivo del 40%), la deuda pública se reduce en 24 puntos porcentuales del PIB. Si en la próxima década el crecimiento alcanza un promedio igual al de las últimas dos, el equilibrio presupuesta-

rio sería suficiente para bajar el coeficiente de deuda de un país del 100% al 60% del PIB. Pero el crecimiento económico de la próxima década no está garantizado. La crisis y una evolución demográfica adversa podrían determinar un menor crecimiento potencial que en décadas pasadas. Las reformas para fomentar ese crecimiento son esenciales.

La capacidad de los bancos centrales de preservar la estabilidad de precios será fundamental para lograr un fuerte crecimiento económico, algo deseable en sí mismo y necesario para garantizar la sostenibilidad de la deuda.

Como factor positivo, la aritmética básica de la dinámica de la deuda indica que la razón deuda/PIB, independientemente del punto de partida, converge hacia un nivel que depende solo del crecimiento y de la razón déficit/PIB. Por lo tanto, todo lo que se haga para estimular el crecimiento y contener el déficit puede arrojar beneficios aun si el actual nivel de deuda es elevado.

Retos para la política monetaria

La capacidad de los bancos centrales de preservar la estabilidad de precios será fundamental para lograr un fuerte crecimiento económico, algo deseable en sí y necesario para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Aunque una deflación tendría efectos perniciosos y exacerbaría la recesión, una inflación alta incompatible con la estabilidad de precios también podría afectar el crecimiento económico.

Estabilizar el sector financiero y la economía real es el objetivo primordial a corto plazo. Pero a medida que cede la crisis, la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios podría verse comprometida por la expansión de sus balances con activos desvalorizados:

- Las excesivas reservas bancarias podrían generar un rápido crecimiento del crédito y presiones inflacionarias.
- Podría ser difícil usar ciertos activos para la gestión de la política monetaria y de la liquidez.
- El uso de herramientas cuantitativas haría más difícil evaluar la orientación de la política monetaria.
- Las pérdidas y las operaciones cuasifiscales pueden generar presiones políticas que socavarían la independencia del banco central.

La estrategia

Para retirar su intervención, las prioridades de un banco central son, en este orden, limitar y desarmar las operaciones no convencionales; reestructurar el balance; preparar instrumentos de ajuste monetario, y definir y comunicar políticas para anclar las expectativas.

Operaciones no convencionales. Algunas operaciones no convencionales —solo justificadas por la crisis— se desarrollarán cuando se normalice la situación financiera, con lo que caerá automáticamente la demanda de reservas bancarias excedentes. Otras posiciones del balance exigirán una gestión y medidas de política más activas.

La distensión monetaria cuantitativa implicó la compra de títulos públicos para bajar los tipos de interés a largo plazo. Su venta en firme podría elevar los costos de endeudamiento del gobierno, así que es crucial llevarla a cabo en el momento justo. Si bien los títulos públicos podrían utilizarse en operaciones de mercado abierto para absorber el exceso de liquidez, su venta no es urgente, porque la tenencia de títulos a largo plazo es normal en muchos bancos centrales.

Los programas de distensión del crédito (compra de activos del sector privado para contrarrestar los diferenciales crediticios) suelen ser de tiempo limitado. De hecho, un recorte gradual de esas operaciones puede equivaler a un ajuste de la política monetaria. El momento apropiado depende de la situación económica general.

Los problemas más difíciles de la distensión del crédito surgen de las tenencias de títulos valores del sector privado, riesgosos y a menudo ilíquidos, en poder del banco central. Esos activos quizá no puedan utilizarse en operaciones normales de mercado abierto y podrían entorpecer la absorción de liquidez cuando resurjan las presiones inflacionarias, además de generar pérdidas importantes para el banco central.

Reestructurar los balances. Las grandes tenencias de activos no convencionales en poder de algunos bancos centrales suponen riesgos de mercado y de crédito, capaces de ocasionar pérdidas que dejarían a algunos bancos centrales con capitales netos negativos. El riesgo de crédito, derivado de la distensión crediticia o la aceptación de garantías más riesgosas, podría materializarse, mientras que el riesgo de mercado implica que los activos a más largo plazo comprados a un tipo de rendimiento bajo podrían desvalorizarse al subir los tipos de interés.

La respuesta de cada banco central dependerá de la estructura de su balance. Si su saldo de capital es aún positivo y sus operaciones generan beneficios, con el tiempo el balance debería fortalecerse. Pero si las pérdidas crediticias son fuertes, el gobierno deberá recapitalizar el balance del banco central. De lo contrario, este quedaría más expuesto a la presión política y más reacio a adoptar las medidas necesarias, con graves consecuencias para la estabilidad de precios.

Prepararse para ajustar la política monetaria. Los bancos centrales deben retomar el control de la liquidez y restablecer el tipo de interés a corto plazo como instrumento fundamental de la política monetaria, a fin de estar preparados para ajustarlo cuando llegue el momento.

Tras la crisis, los bancos quizá tengan todavía un sustancial exceso de liquidez, que deberá ser reabsorbido para controlar la expansión del crédito y la inflación. Los bancos centrales pueden usar muchos instrumentos y medidas con ese objeto, como las adquisiciones temporales (ventas de títulos valores con un acuerdo de recompra posterior), la emisión de letras y una mayor remuneración de los encajes bancarios.

Esta última medida será importante, pero la dependencia de esta línea de depósito permanente no debe desincentivar las transacciones interbancarias. Como se suele usar un tipo activo interbancario como tipo “de política monetaria”, un mercado interbancario más reducido afectaría la transmisión de las variaciones del tipo de interés a la economía en general.

Los bancos centrales que han emprendido una sustancial distensión del crédito quizá tengan activos a largo plazo que no pueden emplear en operaciones de mercado abierto, por lo que deberán usar depósitos a plazo o emitir sus propias letras para reabsorber liquidez.

Por último, algunos bancos quizá deban endurecer la política de garantías para reducir el riesgo de pérdidas futuras y evitar las distorsiones del mercado. Estas medidas exigirán una cuidadosa planificación para evitar shocks repentinos en los mercados.

Comunicación

Es aún demasiado pronto para ajustar la política fiscal y monetaria, pero no para que los gobiernos anclen las expectativas definiendo y comunicando sus estrategias y medidas para garantizar la solvencia fiscal. Se debe dar confianza a los mercados de que se abordarán los problemas a más largo plazo y se ajustará la política fiscal cuando la economía se recupere. Además, algunas medidas que no plantean riesgo de deterioro de la demanda agregada podrían implementarse ya, como las reformas institucionales para elevar la transparencia fiscal y los marcos fiscales a mediano plazo.

Los mercados también reaccionarán positivamente ante medidas de política monetaria que confirmen el compromiso de controlar la inflación. Al comienzo de la crisis, hubo a veces confusión en los mercados acerca de la orientación de la política monetaria, dadas las medidas extraordinarias para garantizar la estabilidad financiera o inyectar liquidez. Esta vez los bancos centrales deberán indicar con claridad la diferencia entre la orientación de la política y las medidas empleadas para aplicarla. También convendría que usaran una terminología común.

La coordinación internacional es clave

La cooperación internacional es necesaria para garantizar la coherencia entre la política monetaria y fiscal de los diferentes países durante el proceso de salida. El hecho de que la crisis comenzara casi simultáneamente en las economías avanzadas permitió coordinar la adopción de inéditas medidas de política. La recuperación, en cambio, podría no ser tan sincronizada. Por ello, quizá resulte más difícil garantizar la compatibilidad internacional de las políticas macroeconómicas, ya que las circunstancias de cada país influirán más a la hora de definir la orientación de las políticas. ■

Carlo Cottarelli es Director del Departamento de Finanzas Públicas del FMI y José Viñals es Consejero Financiero y Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Referencia:

Horton, Mark, Manmohan Kumar y Paolo Mauro, 2009, “The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor”, IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional, julio).



Creecer después de la crisis

Francesco Giavazzi

Para recuperarse, la economía mundial tiene que encontrar quién reemplaza al ahora austero consumidor estadounidense

En la foto aparece un centro comercial en las afueras de la ciudad de Washington, D.C., desierto un viernes en la tarde.

EL CONSUMIDOR estadounidense, motor habitual de la economía mundial, parece estar tomándose un largo descanso.

En 2008, el consumo privado de Estados Unidos fue de US\$10 billones, el de la Unión Europea (UE) fue de aproximadamente US\$9 billones y el de Asia fue de menos de US\$5 billones. Antes de la crisis, el consumo privado de Estados Unidos representaba alrededor del 16% del producto mundial. No debe sorprender entonces que la caída del consumo estadounidense haya contribuido a la profunda recesión mundial. Y tampoco debe sorprender que la mayor demanda de las economías emergentes —como China, India y Brasil— no sea suficiente para compensar la menor compra en Estados Unidos.

Christopher D. Carroll, economista de la Universidad Johns Hopkins que ha estudiado la evolución del consumo en Estados Unidos por más de 10 años, pronostica que los hogares de ese país, asustados por la recesión, volverán a ahorrar aproximadamente un 4% de su ingreso disponible (después de

impuestos), es decir, lo mismo que a mediados de los años noventa, antes de que la ola de consumo desenfrenado redujera el ahorro a casi cero. Como el ingreso disponible equivale a aproximadamente un 70% del producto bruto interno (PIB), un aumento del 4% en la tasa de ahorro de los hogares provocaría una reducción del consumo privado de aproximadamente el 3% del PIB.

Para compensar la caída del consumo y la menor inversión empresarial, muchos gobiernos han ampliado el gasto público y recortado los impuestos, a costa de déficits. Pero el estímulo público es una estrategia a corto plazo, y para que haya prosperidad es necesario que los consumidores y las empresas vuelvan a gastar. De hecho, aunque la demanda privada aún no se ha recuperado, las autoridades ya están considerando cómo y cuándo se podrán reducir o retirar los programas de estímulo y retornar a un equilibrio fiscal sin provocar una nueva recesión mundial (véase “Sustentar la recuperación mundial” en esta edición).

El desafío principal para las autoridades y los economistas radica en cómo compensar una reducción de la demanda mundial de hasta 3% del PIB de Estados Unidos cuando empiece la inevitable consolidación fiscal.

Para muchos, la solución a mediano plazo está en un aumento de la demanda interna de China; algo poco probable ya que, al menos por algún tiempo, China no podrá suplir una reducción de la demanda en la magnitud necesaria. La economía china es un tercio de la estadounidense, y para compensar la merma de la demanda de Estados Unidos, el gasto de China tendría que aumentar en alrededor de un 10% del PIB. Esto sería posible, pero exigiría reformas importantes. Hoy en día el ahorro en China es de un 40% del PIB, dividido en partes iguales entre los hogares y las empresas.

El ahorro de China

Es poco probable que los factores que determinan esta enorme tasa de ahorro cambien rápidamente. Las empresas chinas ahorran así porque el sistema bancario aún favorece a las empresas estatales y no suelen financiarse proyectos privados prometedores. El ahorro de los hogares es básicamente precautorio, ya que el país carece de una red de protección pública y de productos financieros de distribución del riesgo, como seguros de salud y de vida y pensiones. Estos problemas son de larga data, pero las reformas han sido lentas. Desde que comenzó la crisis, el gobierno chino ha recurrido al gasto público —sobre todo en nueva infraestructura— para compensar la menor demanda de exportaciones. Pero hay indicios de que este gasto adicional es cada vez menos productivo. Lo que China necesita es un seguro de desempleo, pensiones públicas, seguro médico, educación pública y una nueva cultura bancaria. Hasta que estas reformas se concreten, la tasa de ahorro privado seguirá siendo enorme y el gasto privado continuará deprimido.

Pero la solución no tiene por qué venir solo de China. El aumento de la demanda también podría venir de economías como India y Brasil, aunque dado el tamaño de estas, es difícil que compensen completamente la mengua del consumo en Estados Unidos. Europa podría contribuir, pero Alemania, que es el núcleo de la UE, ha sido tradicionalmente una economía exportadora, incapaz de crecer a base de la demanda interna, y menos aún de estimular con su demanda al resto del mundo.

Para salir de este atasco, quizá se debe pensar en que no es necesario reemplazar la demanda de consumo de Estados Unidos completa e inmediatamente con la de otros países para restablecer el pleno empleo a escala mundial. El problema puede reenfocarse utilizando los principios del modelo de crecimiento que le valió a Robert Solow el premio Nobel de 1987. Para lograr el pleno empleo mundial, el ahorro ha de ser igual a la inversión. Si la tasa de ahorro mundial aumenta (y eso sucederá si el aumento del ahorro de los consumidores estadounidenses no se ve compensado por reducciones similares del ahorro en otros países), la única forma de mantener el pleno empleo es incrementando la inversión.

Esto ya ha sucedido, en parte, gracias a la mayor inversión pública dispuesta en los programas de estímulo de muchos países. Pero a largo plazo esta estrategia plantea dos problemas:

- Para restablecer el equilibrio del mercado mundial de bienes, la inversión pública —por ejemplo en Estados Unidos— tendría que aumentar de menos del 3% a casi el 6% del PIB. No se sabe si esta duplicación será factible: en la gigantesca Ley de 2009 para la Recuperación y Reinversión en Estados Unidos, el aumento de la inversión pública equivale a menos del 1% del PIB anual.

- Todo aumento de la inversión pública implica una probabilidad alta de que una parte se desperdicie y no contribuya a elevar la productividad del capital, algo que, como se señaló, parece estar sucediendo en China.

En cambio, la inversión privada, que representa un porcentaje mucho más abultado del PIB (cerca del 20% en Estados Unidos), es una vía más idónea para cerrar la brecha de gasto. Pero no se vislumbra ningún gran adelanto tecnológico —como la revolución de Internet de mediados de los años noventa— que pueda inducir a las empresas a incrementar la inversión en medio de una fuerte recesión.

Lo que podría reactivar la inversión privada es la toma de conciencia de que la crisis alterará la composición de la demanda mundial a largo plazo. Para hacer frente a ese cambio será necesario redefinir la estructura del producto mundial, lo cual exigirá una reorganización industrial y, por ende, nuevas inversiones.

Nueva composición de la demanda

Si el consumo disminuye permanentemente en Estados Unidos y aumenta a la larga en los mercados emergentes y en desarrollo, la composición de la demanda mundial cambiará porque la composición del consumo de un país depende de su ingreso per cápita. Esto significa que cambiará el tipo de bienes demandados. Algo así ya está sucediendo: los productores de materias primas (en América Latina, en particular) se están beneficiando de la nueva demanda de China e India. Si bien disminuyeron durante la recesión, la demanda y los precios de las materias primas ya han empezado a recuperarse. La demanda que prácticamente ha desaparecido es la de automóviles alemanes de lujo. La readaptación de la producción mundial a este cambio no puede ocurrir sin una reestructuración profunda que, obviamente, exigirá inversiones considerables.

Por lo tanto, un aumento permanente del ahorro en Estados Unidos podría verse compensado, al menos en parte, por una mayor inversión privada. El acicate para que las empresas inviertan sería la expectativa de un cambio en la distribución geográfica y la composición de la demanda: un consumo relativamente mayor en China y relativamente menor en Estados Unidos; una demanda mayor de electrodomésticos básicos y relativamente menor de automóviles de lujo.

El corolario que surge es interesante. Los países que inviertan en la reestructuración enriquecerán su acervo de capital (per cápita), elevando así su ingreso per cápita. Los países que emprendan la reestructuración —y que la realicen bien, incluida la parte relacionada con la inversión pública— saldrán de la crisis más ricos. ■

Francesco Giavazzi es Profesor de Economía en la Universidad Bocconi y Profesor Visitante en el Instituto Tecnológico de Massachusetts.

El futuro de las monedas de reserva

Benjamin J. Cohen

Desde hace casi un siglo, el dólar de EE.UU. es rey. ¿Perderá el trono?

LA CRISIS económica mundial puso nuevamente sobre el tapete el futuro de las monedas de reserva. Desde hace casi un siglo, el dólar de EE.UU. es la moneda internacional por excelencia. Pero en las últimas décadas los persistentes déficits en cuenta corriente y la creciente deuda externa de Estados Unidos hicieron tambalear la confianza en el billete verde. El pesimismo se extiende, y para muchos observadores el destino del dólar quedó sellado con el colapso del mercado estadounidense de la vivienda a mediados de 2007, que desencadenó la peor tempestad financiera desde la Gran Depresión.

Pero a fin de cuentas la crisis estuvo lejos de asestar un golpe mortal. Ni siquiera los problemas del sector financiero nacional, que exigieron una intervención pública gigantesca, alteraron decisivamente las preferencias del mercado: irónicamente, la crisis reafirmó por un tiempo la estatura internacional del dólar, pues los inversionistas se volcaron a él en masa en busca de un refugio seguro. Hacia fines del año pasado, la demanda mundial de letras del Tesoro estadounidense fue tan intensa que las tasas cayeron por debajo de cero. Aun así, el futuro del dólar sigue generando encendidas polémicas (Helleiner y Kirshner, 2009). La opinión general es que, a más largo plazo, entrará nuevamente en declive y quedará definitivamente destronado.

Pero es necesario preguntarse qué moneda lo reemplazará. Según algunos, el euro; según otros, el yen japonés o el renminbi chino. Otros propugnan una nueva moneda mundial de reserva, quizá basada en el DEG del FMI. Pero ninguno de estos candidatos es perfecto. De hecho, no hay ninguna alternativa obvia lista para ocupar el lugar del dólar. Para parafrasear el famoso comentario de Winston Churchill sobre la democracia, el dólar quizá sea la peor alternativa, a excepción de todas las demás.

Lo más probable es un desenlace más ambiguo, como el ocaso de la libra esterlina y la ascendencia del dólar entre las dos guerras mundiales sin que ninguna de las dos

monedas predominara. Creo que en los años venideros varias monedas entrarán en puja, pero ninguna sacará claramente la cabecera. El impacto económico y político de un sistema monetario más fragmentado podría ser considerable.

Economía y política

A falta de una moneda internacional respaldada por un gobierno efectivamente mundial, la inversión y el comercio exterior deben depender de monedas nacionales aceptables. Por ende, hay una desconexión entre las jurisdicciones donde nacen las monedas internacionales y el territorio de los mercados en los que operan, lo cual introduce una dimensión política a menudo obviada en los análisis puramente económicos.

El marco convencional de estudio de las monedas internacionales separa las tres funciones normales del dinero medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor en dos niveles de análisis: el mercado privado y la política pública. En los mercados, una moneda internacional juega un papel en las operaciones de cambio, la facturación de las operaciones comerciales y las inversiones financieras. Para los gobiernos, el dinero internacional sirve como ancla del tipo de cambio y como moneda de reserva. A nivel del mercado, las preferencias suelen estar dominadas por factores económicos. A nivel del gobierno, los factores políticos son un ingrediente inevitable.

La política entra en juego porque una moneda internacional le ofrece ventajas únicas, tanto políticas como económicas, a la nación emisora. Naturalmente, los economistas tienden a centrarse en los beneficios económicos, como el señoreaje internacional, o sea, el aumento de recursos reales que ocurre cuando un país emite una moneda que otros adquieren y conservan. Otro beneficio económico es la flexibilidad macroeconómica que se logra al poder financiar déficits en la moneda propia; a eso se refirió Charles de Gaulle al quejarse del “privilegio exorbitante”



de Estados Unidos. Pero también hay ventajas políticas. El gobierno de un país con una moneda internacional tiene más margen para iniciativas diplomáticas o militares más allá de sus fronteras. El país emisor adquiere influencia geopolítica. Y no olvidemos el prestigio que confiere una moneda internacional. En las palabras de Robert Mundell (1993), ganador del Premio Nobel: “Las grandes potencias tienen grandes monedas”.

No todos son beneficios para el emisor, por supuesto, sobre todo una vez que hay una acumulación excesiva de la moneda en manos extranjeras. Se plantea entonces la necesidad de subir las tasas de interés para apuntalar la moneda en los mercados de cambio y, en última instancia, la autonomía puede verse seriamente comprometida por la necesidad de evitar un éxodo hacia otros activos. Como lo demuestra el prolongado sufrimiento de Gran Bretaña después de la segunda guerra mundial, una vez que una gran moneda entra en declive, defenderla puede resultar muy costoso y exigir sacrificios y concesiones significativas, interna y externamente.

Todos estos temas se plantean cuando un gobierno decide qué billete utilizar como moneda de reserva. También influyen las preferencias de los agentes de mercado, basadas esencialmente en un cálculo económico; ningún gobierno opta por una moneda que no esté usando ya extensamente el sector privado. Los bancos centrales claramente son sensibles a cuestiones de liquidez, comodidad cambiaria y tasas de rentabilidad comparativas. Pero cuando la selección se limita al puñado de alternativas que prefiere el mercado, también entran en juego factores políticos: la calidad de la gestión en la economía emisora y el tipo de relación entre los Estados, así como la sostenibilidad de la estabilidad política del emisor, su capacidad para proyectarse como potencia y la solidez de sus

vínculos intergubernamentales. El futuro de las monedas de reserva es una cuestión no solo de economía, sino también de *economía política*.

El aspirante

Tomemos como ejemplo el euro, ampliamente considerado como el contrincante más natural del dólar. Nació hace una década, con muchos de los atributos fundamentales para la aceptación internacional: una base económica extensa, estabilidad política, una tasa de inflación envidiablemente baja y el respaldo de una autoridad monetaria común, el Banco Central Europeo, que está firmemente comprometida a mantener la confianza en el valor de la moneda. El producto y el comercio internacional de Europa son equivalentes a los de Estados Unidos. Muchos se preguntan entonces por qué no puede ser igual a Estados Unidos en cuestiones monetarias.

Pero el euro adolece de varios defectos críticos. Uno es el fuerte sesgo en contra del crecimiento incorporado a la política monetaria y fiscal de la zona del euro, que exacerba otros factores perjudiciales para el producto potencial (el envejecimiento de la población, la rigidez de los mercados de trabajo y la dureza de las regulaciones gubernamentales). La anemia de la economía europea le añadiría poco atractivo al euro para el comercio o la inversión. Y las conocidas ambigüedades de la estructura de gobierno de la zona del euro seguramente sembrarán dudas: todo el mundo sabe que el euro es el complejo producto artificial de un tratado internacional y que no tiene más solidez que el acuerdo en el que descansa.

Por eso no es sorprendente que no haya despertado gran entusiasmo a escala internacional. Descontando las transacciones dentro de la zona del euro, en la actividad privada el

euro no ha logrado mucho más que defender la posición de las monedas que reemplazó. Dado que el marco alemán ya se había ubicado como la segunda moneda más importante del mundo, habría sido realmente chocante que el euro no ocupara ese puesto. Tras un avance inicial rápido, el uso del euro en el mercado se estabilizó en el último quinquenio. Además, su crecimiento fue desigual: más intenso en la emisión de títulos de deuda pero apenas detectable en las operaciones de cambio. La actividad también está concentrada en las economías con estrechos vínculos geográficos e institucionales con la zona del euro, a saber, las naciones periféricas, la cuenca mediterránea y partes de África.

Aun así, muchos continúan prediciendo un futuro brillante para el euro como moneda de reserva. Aunque hoy no representa más de una cuarta parte de las reservas mundiales, en comparación con casi dos tercios en el caso del dólar, el euro podría dejar atrás al dólar en apenas 10 años, según un pronóstico econométrico muy comentado (Chinn y Frankel, 2008). Pero cabe preguntarse si un estudio estadístico que resalta apenas tres variables causales, todas económicas, puede considerarse definitivo. ¿Dónde están los factores diplomáticos y militares que con seguridad influirán mucho en las decisiones de los gobiernos? En este contexto, hacer caso omiso de la dimensión política es como poner en escena *Hamlet* sin el príncipe.

Japón, por ejemplo, desde hace tiempo depende de Estados Unidos para mantenerse protegido de amenazas externas y, a nivel no tan oficial, lo mismo sucede con la mayoría de los exportadores de petróleo del Golfo. Todas estas naciones mantienen enormes tenencias en dólares: ¿es posible imaginarse que pondrán en peligro los lazos que las atan a Washington simplemente para lograr unos puntos básicos más de rentabilidad en sus reservas? La zona del euro, como bien sabemos, está formada por una bandada de Estados soberanos con intereses que en la práctica apenas coinciden. Es inconcebible que Europa pudiera reemplazar la influencia política o militar de Estados Unidos en Oriente Medio y otras regiones. Las hipótesis basadas en modelos econométricos parsimoniosos seguramente tienen su utilidad, pero no cabe duda de que son incompletas y confusas, si no directamente erróneas.

Perdedores y otras alternativas

El yen japonés se perfiló en un momento como el heredero natural del dólar, pero ahora parece más que nada un triste perdedor. Durante los años setenta y ochenta, cuando la dinámica economía japonesa aparentaba estar destinada a convertirse en una superpotencia, el uso internacional del yen se aceleró rápidamente, sobre todo en los mercados mundiales de bonos. Pero el estallido de la burbuja económica a fines de los años ochenta puso fin abruptamente a la trayectoria ascendente del yen. Hoy, tras años de estancamiento de la economía nacional, el yen parece estar perdiendo de a poco su posición en el mercado, como le ocurrió a la libra esterlina en otros tiempos.

La alternativa, ¿será el renminbi? La moneda de una de las economías más grandes del mundo ciertamente tiene mucho a su favor. Pero el uso internacional sigue siendo rudimentario,

pese a los esfuerzos recientes de Beijing. Los obstáculos a la aceptación son mucho peores que incluso en el caso del euro y del yen; entre ellos, un abanico de controles de capital y un sistema financiero extremadamente subdesarrollado. Es posible que desaparezcan con el tiempo, pero no en el futuro inmediato.

El candidato sorpresa

En los últimos tiempos, el debate gira en torno a la posibilidad de una nueva moneda de reserva internacional, muy probablemente basada en el DEG. Estimulada concretamente por comentarios de funcionarios chinos y rusos, la idea recibió el aval de una comisión de las Naciones Unidas encabezada por Joseph Stiglitz, ex Economista Jefe del Banco Mundial. Para algunos, el primer paso será la futura emisión de bonos del FMI, con la cual China y Rusia buscan diversificar sus reservas, alejándolas del dólar. Pero los obstáculos son sobrecogedores. Aun con la nueva asignación de DEG por US\$250.000 millones que aprobó la Junta de Gobernadores del FMI, el total de DEG representará menos del 5% de las reservas mundiales. Lo que hay que preguntarse es si se podrá crear suficiente para marcar una verdadera diferencia, si será posible flexibilizar la oferta y, fundamentalmente, quién tendría autoridad para administrarla. Sin un gobierno que la respalde, una moneda de reserva internacional de cualquier tipo, basada en el DEG o totalmente nueva, tendría dificultad para lograr un mínimo siquiera de credibilidad. Las ambigüedades de la estructura de gobierno de la zona del euro parecerían comparativamente triviales.

De hecho, nada ilustra mejor la dimensión política de la selección de una moneda de reserva. Los grandes tenedores de dólares como China y Rusia están naturalmente frustrados por la falta de alternativas y temerosos de lo que podría suceder con sus reservas si el dólar se viniera abajo. Pero lo más relevante es que ambos aspiran a ser superpotencias y resienten abiertamente lo que denominan la "hegemonía" mundial de Washington. Ambos son conscientes del papel que desempeña el dólar como puntal de los privilegios geopolíticos de Estados Unidos. Por eso, en sus llamados a encontrar un reemplazante del dólar no es difícil ver una campaña implícita para recortar las alas del águila del norte. La idea tiene un valor simbólico. Su viabilidad es claramente de importancia secundaria.

Un sistema fragmentado

En resumidas cuentas, aunque las perspectivas del dólar quizá no sean tan halagüeñas como en otras épocas, las de sus principales contrincantes no parecen mucho más prometedoras. Es natural que el dólar ceda un poco de terreno a medida que el centro de gravedad de la economía mundial se desplace hacia China, India y otros mercados emergentes, que hoy albergan el grueso de las reservas internacionales. No muchos de ellos están tan próximos a Estados Unidos como los aliados tradicionales de Europa y Japón. Pero el alejamiento del dólar con seguridad estará limitado por la falta de una alternativa claramente atrayente.

Parecería encontrarse en ciernes un sistema más fragmentado, con mucha competencia y sin una moneda claramente dominante. El impacto económico y político podría

ser considerable, pese al efecto amortiguador de los tipos de cambios flotantes. Las fluctuaciones cambiarias no siempre pueden compensar las incoherencias de las políticas y pueden generar estrés si las manipulan los gobiernos o las amplifica la especulación. Sin una autoridad que garantice un mínimo de compatibilidad entre las políticas nacionales, las relaciones monetarias internacionales siempre correrán el riesgo de inestabilidad o peligros peores.

Es verdad que un sistema más fragmentado no es necesariamente perjudicial; de hecho, podría resultar incluso beneficioso. Para muchos, la amenaza más grave a la estabilidad monetaria a largo plazo radica en los gigantescos déficits en cuenta corriente de Estados Unidos. Como proveedor de la moneda más utilizada, Estados Unidos se encuentra en la posición de quien controla un monopolio con la comodidad de poder abusar su “privilegio exorbitante”. Pero una vez que el dólar pierda la supremacía —argumentan estos críticos—, Estados Unidos tendrá que dejar de alimentarse del ahorro de otros países, lo cual diluiría el riesgo de crisis futuras. Sin embargo, mucho depende del tipo de relación que se forme entre los líderes del sistema. La última vez que el mundo se vio obligado a vivir con un sistema monetario fragmentado, entre las grandes guerras, el desenlace fue funesto. La falta de cooperación entre los británicos, con una libra esterlina debilitada, y los estadounidenses, que habían optado por el aislacionismo, fue una causa fundamental de las calamidades que siguieron al colapso de 1929. ¿Por qué esperar algo mejor esta vez?

Los optimistas recalcan cuánto cambiaron las cosas desde entonces. A diferencia de los años siguientes a la primera guerra mundial, apareció toda una serie de organizaciones y foros multilaterales que institucionalizaron la cooperación, desde el FMI hasta el G-20. La experiencia ofrece varias lecciones descarnadas sobre el costo de la competencia desenfrenada entre los Estados. Los gobiernos son mucho más conscientes de los límites del autointerés. Los pesimistas, por su lado, insisten en los imperativos perdurables de la soberanía nacional que empujan persistentemente a los gobiernos a priorizar los intereses locales por encima de lo que podría concebirse como el bien común, sobre todo en épocas de crisis. Pese a las lecciones del pasado, la cooperación monetaria suele ser, en el mejor de los casos, pasajera, y en el peor, no vale ni el papel en el que están escritas las declaraciones conjuntas. El tiempo les dará la razón a los optimistas o a los pesimistas. ■

Benjamin J. Cohen es Profesor de Economía Política Internacional en la Universidad de California, Santa Bárbara.

Referencias:

Chinn, Menzie, y Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar”, International Finance, vol. 11, No. 1 (primavera), págs. 49–73.

Helleiner, Eric, y Jonathan Kirshner, compiladores, 2009, The Future of the Dollar (Ithaca, Nueva York: Cornell University Press).

Mundell, Robert, 1993, “EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective”, Austrian National Bank Working Paper 13 (Viena).



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 mundial de primera categoría, ejecutivos del sector privado del mundo entero, autoridades económicas de alto nivel de 186 países y otros líderes de los ámbitos del desarrollo internacional y financiero participan en un diálogo sobre la forma de fortalecer la red de cooperación de la economía mundial.

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
Sitio web: www.worldbank.org/pos

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 tasa más baja en tres siglos

La tasa de interés de política monetaria del Banco de Inglaterra es la más baja de la historia

EN MÁS de tres siglos de lucha contra burbujas de inversión, de presiones globales y guerras mundiales, el venerable Banco de Inglaterra nunca había prestado dinero tan barato. Desde la Revolución Industrial, ningún ciclo económico había desembocado en lo que ha logrado hacer la actual recesión mundial: reducir la tasa de interés básica del banco central del Reino Unido a prácticamente cero. Y no solo eso, la Vieja Dama de la Calle Threadneedle — como se apoda a la institución— también ha decidido adoptar políticas heterodoxas para tratar de reactivar la economía del país.

Cuando los efectos de la crisis financiera mundial originada en Estados Unidos empezaron a golpear a la economía del Reino Unido en 2008, el Banco de Inglaterra primero recurrió a la estrategia probada de reducir las tasas de interés oficiales para abaratar los préstamos y así sustentar el crédito y consumo de personas y empresas. El banco recortó la tasa

oficial de préstamos a bancos del 5,5% a comienzos de 2008 al 2% al final del año.

Como indica el gráfico, con cinco recortes en 2008, el banco redujo la tasa interbancaria a niveles observados solo durante las crisis de las décadas de 1880 y 1890 y después de la Gran Depresión y la segunda guerra mundial en las décadas de 1930 y 1940. Pero esta vez, ni siquiera una tasa del 2% fue capaz de reactivar la economía y evitar que la inflación se situara por debajo de la meta oficial.

Los indicadores económicos anticipados siguieron bajando en medio de caídas de la bolsa y malas noticias del sistema bancario. El banco redujo la tasa interbancaria al 0,5% a comienzos de marzo de 2009, y alistó el plan B: si nadie compraba en medio de la recesión, la Vieja Dama lo haría. El Banco de Inglaterra expandió su esfera de acción convencional y, en marzo de 2009, procedió a comprar activos financieros, sobre todo bonos públicos.

(Tasa de interés interbancaria del Banco de Inglaterra, fin de año, porcentaje)



Fundación del Banco de Inglaterra por cédula real en 1694.

Sólido como el oro

La Ley Bancaria de 1844 designó al Banco de Inglaterra como único emisor de billetes y, al estipular que estos debían estar respaldados con oro, sentó las bases para el patrón oro que rigió durante casi un siglo.

La institución asumió una nueva función de banco central entre mediados y finales del siglo XIX, al convertirse en el prestamista de última instancia durante una sucesión de crisis bancarias internas. Con el auge del comercio local e internacional aparecieron grandes bancos de compensación, y el Banco de Inglaterra apoyó a la banca minorista suministrando —y controlando— la liquidez.



Llegada de lingotes de oro de California al Banco de Inglaterra en 1849.

A la holandesa

La Revolución Gloriosa de Inglaterra en 1688 trajo consigo la creación del Banco de Inglaterra. Cuando Jacobo II fue derrocado y su yerno Guillermo de Orange ascendió al trono, una de las ideas que este importó de Holanda fue la creación de un banco nacional. Tras algunos pasos en falso, el parlamento inglés aprobó la idea de William Paterson, un empresario escocés radicado en Londres, de crear el Banco de Inglaterra, que se fundó por cédula real en 1694.

Al principio la institución fue solo banco y administrador de la deuda del gobierno, que crecía con el financiamiento de las campañas militares que culminaron en las Guerras Napoleónicas hace dos siglos. En ese siglo, las operaciones del banco también hicieron que se cristalicen los conceptos de deuda nacional y de creación de crédito con instrumentos distintos del dinero en efectivo.

Fuentes: Banco de Inglaterra y www.bankofengland.co.uk.



Soldados británicos entran en Cambrai, Francia, durante la primera guerra mundial.

Abrir las arcas de guerra

La disciplina exigida por el patrón oro no resistió la prueba impuesta por los ingentes gastos de la primera guerra mundial, pese a una tasa interbancaria del 10%. Una vez descartado el patrón oro en 1931, el parlamento dispuso una expansión monetaria para combatir la crisis económica.

La tasa interbancaria retornó al mínimo histórico de 2% registrado después de la Gran Depresión, y se mantuvo en ese nivel durante la segunda guerra mundial. Las bajas tasas de interés y el gasto militar ayudaron a la economía del Reino Unido a salir de la depresión mundial del siglo XX.

Abandonado el patrón oro, la nacionalización del Banco de Inglaterra quedó a solo un paso, que fue dado en 1946 tras la segunda guerra mundial. Así, el gobierno pudo nombrar al gobernador del banco central y encargar a la institución la gestión de los controles cambiarios y de crédito de la austera economía británica de la posguerra.

La era de la volatilidad

En los años sesenta, la volatilidad de la tasa interbancaria (derecha del gráfico) aumentó cuando los crecientes déficits de balanza de pagos presionaron la paridad fija de la libra esterlina y forzaron una desestabilizadora devaluación en 1967. Al instituirse la flotación en 1973, los shocks del precio del petróleo y las políticas macroeconómicas expansivas desembocaron en una inflación galopante y una tasa básica récord del 17% en 1979.

El Banco de Inglaterra logró controlar la inflación en los años ochenta. Y la institución ahora maneja mejor las presiones inflacionarias gracias a que desde 1997 goza de plena autonomía operativa en cuestiones de política monetaria. Independiente y armado con el mandato de estabilizar los precios, el Banco de Inglaterra ha cumplido las metas de inflación en los últimos 10 años. Su credibilidad le ha permitido actuar con energía para relajar la política monetaria de acuerdo con la evolución de la crisis en los últimos meses.



Antiguos billetes de una libra, reemplazados ahora por monedas.



La reforma del sistema

Randall Dodd



Estados Unidos propone la reforma más radical de la regulación financiera desde el New Deal

LA CRISIS financiera mundial ha devastado los principales mercados financieros. Aparte de socavar la solvencia de las empresas y la liquidez, la crisis ha planteado la necesidad de reformar drásticamente la regulación prudencial de esos mercados. La regulación se ha centrado en la solidez bancaria a escala individual, pero la crisis ha demostrado que se precisa un enfoque sistémico, lo cual exige un marco adecuado de regulación de los mercados y las transacciones que refleje los vínculos entre los bancos y otras entidades financieras.

Este nuevo enfoque está plasmado en las normas propuestas por el Consejo de Estabilidad Financiera, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y organismos privados como el Grupo de los Treinta y el Instituto de Finanzas Internacionales. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos propuso recientemente cambios fundamentales similares que, de ser adoptados, representarían la primera reorganización profunda del sistema financiero estadounidense desde el *New Deal* del gobierno de Franklin D. Roosevelt, cuando el

mundo también enfrentaba una enorme crisis económica.

Las reformas del *New Deal*

En un período de siete años a partir de 1933, Estados Unidos reestructuró la regulación de los mercados bancario, de valores, instrumentos derivados, hipotecas y gestión de activos (recuadro). Las nuevas leyes depuraron al sistema financiero del fraude y las crisis frecuentes y lo convirtieron en un modelo de estabilidad, eficiencia y capacidad de capitalización.

Las principales leyes eran de gran alcance y abarcaban los diversos sectores financieros, pero la mejor manera de comprenderlas es clasificándolas de acuerdo con el tema en el que se enfocaban: estabilidad sistémica, reorganización, transparencia, integridad del mercado y reducción de los conflictos de interés.

Estabilidad sistémica. La Ley Glass-Steagall separó las actividades tradicionales de la banca comercial (préstamos y captación de depósitos) de las de los operadores de valores (suscripciones, operaciones e inversión en acciones y bonos de empresas). Esto redujo la exposición de los bancos a las fluctuaciones cíclicas de los valores y mejoró su capacidad para prestar durante las fases de recesión y recuperación. Otras leyes exigieron que ciertos futuros se negocien en bolsas reguladas, con límites sobre las posiciones especulativas. La aplicación de normas más exigentes sobre márgenes (es decir, garantías) en los mercados de futuros sirvieron para reforzar las reservas prudenciales contra las pérdidas por riesgos de contraparte y de mercado. Las leyes de valores también tenían por objeto reducir la volatilidad excesiva y estabilizar el mercado.

Reorganización. Se crearon la Comisión de Bolsa y Valores (SEC), para regular y supervisar los mercados de valores y la gestión de activos, y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC), para garantizar los depósitos en los bancos. Se reestructuró a fondo el gobierno

del Sistema de la Reserva Federal, incluida la composición de la Junta de Gobernadores y el Comité de Mercado Abierto.

Transparencia. Se exigió la divulgación de la situación financiera de las empresas emisoras de valores en los mercados públicos, los operadores del mercado secundario y las compañías de inversión.

Integridad del mercado. Se prohibió el fraude y la manipulación en los mercados bancario, de valores y de derivados, fortaleciendo así las posiciones de los inversionistas y las autoridades reguladoras.

Conflictos de interés. Se abordaron numerosos conflictos de interés en la gestión de gobierno de las empresas y otros ámbitos de inversión, como la gestión de activos, y particularmente los fondos mutuos. La Ley Glass-Steagall también impidió a los bancos —poseedores de información privilegiada de sus clientes empresariales— realizar operaciones por cuenta propia en los mercados de valores empresariales.

El descalabro del sistema

La estabilidad financiera derivada del *New Deal* empezó a disminuir en los años ochenta, cuando la desregulación y las innovaciones crearon vacíos que dejaron a muchas empresas

financieras total o parcialmente fuera del marco regulatorio. Las titulizaciones se dispararon en esa década y muchos bancos sustituyeron algunas de sus actividades tradicionales de préstamo con operaciones de emisión y negociación de valores. Y los productos titulizados fueron objeto de excesos y abusos. El auge de los mercados extrabursátiles de derivados generó enormes ingresos y transfirió ciertos riesgos fuera de los balances, a raíz de lo cual se redujeron los requerimientos de capital y se relajaron otras restricciones prudenciales sobre la toma de riesgos. El uso generalizado de entidades con fines especiales distorsionó la interpretación de los perfiles de riesgo de los bancos al permitirles a estos excluir de sus estados financieros consolidados ciertos tipos de deudas y riesgos.

La respuesta del Tesoro

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos propuso recientemente una reforma para subsanar varios aspectos problemáticos del tratamiento regulatorio de las empresas y los mercados financieros que quedaron al descubierto durante la crisis. Una de las propuestas es el fortalecimiento de las normas mundiales de regulación y supervisión financiera mediante la cooperación internacional. La propuesta refleja los profundos cambios derivados de la crisis financiera en cuanto a la manera de enfocar la regulación, e implica una reversión del proceso de desregulación iniciado hace 25 años y un retorno a reformas similares a las del *New Deal*.

Medidas sistémicas y regulación prudencial. Se ha propuesto mejorar las normas de capitalización y los requisitos de liquidez de todas las empresas financieras, con medidas para resolver el problema de las partidas fuera del balance (instrumentos derivados y líneas de crédito) y las partidas no consolidadas (entidades con fines especiales). Los nuevos requisitos de constitución de provisiones para pérdidas y las metodologías contables tienen por objeto evitar la prociclicidad, es decir, conductas financieras que aceleran la tendencia de la economía. También se busca desincentivar la toma de riesgos excesivos, vinculando la remuneración de los ejecutivos de las empresas a resultados a largo plazo.

Se ampliará la autoridad de la Reserva Federal sobre las sociedades de cartera (*holdings*) para que abarque a las empresas financieras de importancia sistémica (*holdings* financieros de primer nivel) en función de su tamaño y grado de interconexión. La supervisión de los *holdings* bancarios por parte de la Reserva Federal se extenderá a todos los propietarios de instituciones de depósito con garantías federales, incluso las instituciones de ahorro independientes y los bancos de préstamos industriales, que por ahora están exentos de las reglas a las que están sujetos los *holdings* bancarios.

El Tesoro quiere someter los mercados extrabursátiles de derivados a una supervisión integral similar a la de otros mercados financieros, trasladando los instrumentos derivados a bolsas reguladas en las que las operaciones ocurrirían a través de una cámara de compensación, que actuaría como contraparte de ambos lados de la transacción y reemplazaría los actuales mecanismos bilaterales. Se precisarán también normas más estrictas para las garantías, como el uso generalizado de márgenes iniciales para reducir la amenaza

La regulación financiera del *New Deal*

1933: La *Ley Glass-Steagall* separó la banca comercial de la de inversión. Creó el programa de garantía de depósitos y permitió a los bancos nacionales tener más sucursales.

1933: La *Ley de Valores* estableció requisitos de divulgación para la emisión de valores (acciones y bonos) en las bolsas públicas y prohibió el fraude y la manipulación.

1934: La *Ley del Mercado de Valores* creó la Comisión de Bolsa y Valores, que se encarga de elaborar y aplicar reglas. Extendió la regulación federal al mercado secundario de valores y estableció un sistema de autorregulación.

1935: La *Ley (General) de Bancos* reestructuró la Reserva Federal y creó la versión moderna de la Junta de Gobernadores y el Comité de Mercado Abierto, ampliando sus facultades. Fijó los márgenes de seguridad (*haircuts*) y las condiciones para los préstamos de emergencia de los bancos de reserva.

1936: La *Ley del Mercado de Materias Primas* reforzó las prohibiciones federales antifraude y las extendió a los casos de manipulación. Exigió el registro y la documentación de las actividades de los operadores de futuros. Autorizó la limitación de las posiciones especulativas y prohibió la negociación de opciones sobre ciertos productos agrícolas.

1940: La *Ley de Compañías de Inversión* reguló a las compañías que invierten principalmente en otras compañías, como *mutual funds*. Estableció requisitos de registro y divulgación de datos, incluidas las transacciones entre gerentes y filiales, y reglas de gobierno relativas a la gerencia, el directorio y los fideicomisarios.

1940: La *Ley de Asesores de Inversión* exigió el registro, la notificación y la documentación de las relaciones entre los asesores de inversión y sus clientes. Prohibió ciertas transacciones y comisiones en casos de conflicto de interés.

sistémica de la acumulación de exposiciones de contrapartes. Los requisitos de divulgación permitirían a los reguladores mejorar su capacidad para supervisar el mercado y detectar y disuadir el fraude y la manipulación.

Reorganización. El plan del Tesoro crearía un nuevo consejo de supervisión de servicios financieros que formalizaría el intercambio de información y la coordinación de políticas entre los reguladores y resolvería las controversias de jurisdicción. Estaría integrado por los jefes de las principales entidades federales de regulación, y su presidente y personal serían funcionarios del Departamento del Tesoro.

Un nuevo supervisor nacional de bancos reemplazaría a la oficina de supervisión de las instituciones de ahorro —que se convertirían en bancos nacionales— y a la oficina del contralor de la moneda, que solía regular a los bancos nacionales.

Se crearía asimismo un organismo independiente para proteger a los clientes e inversionistas minoristas —incluidos los prestatarios de hipotecas— en el mercado de servicios financieros, despojando a la Reserva Federal, pero no a la SEC ni a la Comisión de Comercio en Futuros sobre Mercancías, de la autoridad para proteger al consumidor. Una nueva oficina del Departamento del Tesoro coordinaría las actividades del sector nacional de los seguros y su regulación y supervisión a escala nacional.

La Reserva Federal se encargaría de regular los *holdings* financieros de importancia sistémica (nivel 1) y sus subsidiarias y filiales nacionales y extranjeras. Se le conferiría la facultad adicional para supervisar y regular a todas las filiales de los *holdings* bancarios y aplicar regulaciones prudenciales consolidadas a los *holdings* financieros. Además, supervisaría todos los pagos y los sistemas de compensación y liquidación de importancia sistémica. Las cámaras de compensación, que en la actualidad cuentan con su propio regulador, tendrían acceso al sistema de transferencia electrónica de pagos entre las instituciones financieras, el servicio de redescuento y otros servicios de la Reserva Federal.

Transparencia de precios. La eficiencia de la transparencia de precios en todo el sistema siempre ha sucumbido frente a la enormidad de los mercados extrabursátiles de derivados, donde los precios no son públicos. El plan del Tesoro exige que todas las transacciones extrabursátiles de derivados queden asentadas en un registro (si no se han registrado en el proceso de compensación).

Los nuevos requisitos de información sobre los precios y volúmenes de los derivados extrabursátiles permitirán a los reguladores detectar posiciones abiertas y transacciones que solían estar ocultas y mejorar el proceso de descubrimiento de precios. La negociación se hará más competitiva porque los usuarios finales dispondrán de más información sobre la totalidad del mercado.

Divulgación. Las leyes de valores de 1933 y 1934 supeditaron la emisión y negociación de títulos de renta fija y variable a la divulgación de datos financieros clave. La Ley Nacional de Vivienda de 1934 dio lugar al contrato de hipoteca convencional, la documentación de préstamo estandarizada y el mercado secundario de hipotecas. El nuevo plan del Tesoro prevé que las titulaciones se ajusten a una documentación

estándar creada por la SEC y que la emisión y negociación de instrumentos de deuda titulizados cumplan requisitos más estrictos de divulgación de datos. Las fallas de transparencia y diligencia debida contribuyeron mucho al colapso del mercado de títulos hipotecarios estructurados, y las nuevas medidas buscan hacer más asequible la información sobre la estructura de las titulaciones y los activos subyacentes para facilitar una mayor diligencia debida por parte de los inversionistas.

Integridad del mercado. Según el plan, los gerentes de fondos de inversión libre (*hedge funds*), capitales de riesgo y otros tipos de capitales privados deben inscribirse en la SEC y documentar sus actividades. La información divulgada deberá permitir a los reguladores determinar si el tamaño, el apalancamiento o el grado de interconexión de los consorcios de inversión representan amenazas para la estabilidad sistémica.

La inscripción en el registro permitirá la verificación de antecedentes para ayudar a reducir los casos de malversación de fondos y otros fraudes. Al exigir la divulgación de posiciones se paliarían las preocupaciones acerca de la manipulación del mercado, la turbulencia por ventas en descubierto y las distorsiones debidas a las inversiones de los *hedge funds* en precios de las materias primas. Esto incrementaría la fiabilidad de los mercados, la confianza de los inversionistas y la capacidad de supervisión de las autoridades.

Asimismo, el plan restablecería en los mercados de derivados extrabursátiles las prohibiciones contra el fraude y la manipulación que fueron derogadas en 2000.

Conflictos de interés. El Tesoro propuso abordar una serie de conflictos entre inversionistas. Los emisores de valores respaldados por activos tendrán que retener una parte del riesgo de crédito para disciplinar los procesos de suscripción y transferencia del riesgo en el mercado. Se exigirá que la remuneración de los ejecutivos esté más ligada a los resultados a largo plazo. Las agencias calificadoras del riesgo crediticio deberán revelar sus relaciones comerciales con los emisores, incluido el cobro de comisiones. A los asesores de inversión que administran *hedge funds* y otros capitales privados se les prohibirán ciertas otras actividades.

Un nuevo *New Deal*

Las reformas propuestas se centran menos en el principio de la autonomía de las empresas financieras, que había primado por más de 20 años, y más en el uso de medidas prudenciales para mejorar la conducta de los mercados financieros y gestionar las externalidades derivadas de la toma de riesgos a gran escala. Aparentemente se está siguiendo la lógica económica del *New Deal*, que reestructuró los mercados financieros tras el desplome de la bolsa en 1929 y las consiguientes quiebras de bancos. Las reformas de los años treinta tuvieron un éxito enorme que difícilmente se repetirá en esta ocasión. Pero la actual propuesta del Tesoro tiene dos ventajas: la experiencia del *New Deal* y la certeza de que el nuevo marco regulatorio tendrá que prever las innovaciones del futuro. ■

Randall Dodd es Experto del Sector Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Prever la próxima crisis

¿Qué se puede esperar de los sistemas de alerta anticipada?

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Natalia Tamirisa

“Los funcionarios públicos suelen tener dos incentivos ingratos: dar una excesiva atención a los escenarios más desfavorables y desestimarlos totalmente. A veces, sus posibilidades electorales o su popularidad general dependen de uno o de otro”

Cass R. Sunstein, *Worst-Case Scenarios*

LEUGO de casi 10 años de calma relativa desde la crisis de los mercados emergentes de los años noventa, la actual agitación financiera mundial ha reactivado el interés de las autoridades y el público en los sistemas de alerta anticipada (SAA) para prever las crisis financieras. Pero, hay interrogantes sobre las alertas concretas, el funcionamiento y la eficacia de tales sistemas.

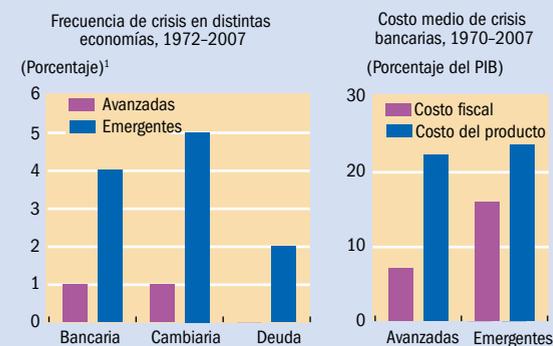
La experiencia indica que las crisis son muy costosas, tanto para las economías avanzadas como las emergentes (gráfico). Aunque los detalles difieren, casi todas las crisis se deben a la interacción entre un factor de vulnerabilidad subyacente y un activador específico. La vulnerabilidad suele ser una burbuja de crédito o de precios de

los activos, un descalce en los balances (endeudamiento excesivo en moneda extranjera, con vencimientos muy costosos o capitalización inadecuada), en tanto que el activador puede ser cualquier evento: agitación política, shocks de los términos de intercambio, contagio de otros países o el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo (cuadro).

Esta caracterización de las crisis da lugar a dos conclusiones. La primera es que las crisis

Crisis costosas

Las crisis son más comunes en las economías emergentes, pero las economías avanzadas no son inmunes.



Fuente: Laeven y Valencia (2008).

¹Frecuencia de las crisis medida según el número de episodios de crisis como porcentaje del número años-país en las respectivas muestras de grupos.

son tan imprevisibles como el evento que las desencadena. Y la segunda es que, por este motivo, es difícil persuadir a las autoridades para que tomen medidas preventivas, en especial por los probables costos económicos o políticos de dichas medidas. Como conclusión, las alertas anticipadas no deberían enfocarse tanto en presagiar la próxima crisis sino en aislar los factores críticos de vulnerabilidad subyacente y en la adopción de las políticas adecuadas.

¿Qué puede lograr realmente un SAA?

Idealmente, un SAA indicaría la agudización de factores de vulnerabilidad, con una antelación y contundencia que permitan tomar medidas correctivas para incluso alejar el riesgo de una crisis. Para reducir los factores de vulnerabilidad se pueden desbaratar las burbujas incipientes de precios de los activos, restringir las exposiciones en descubierto en moneda extranjera de los bancos y prestatarios, limitar el endeudamiento y exigir mayores índices de capitalización.

Pero estas medidas no suelen ser populares: los propietarios de viviendas preferirían ver una rápida apreciación de sus viviendas, los prestatarios quizá puedan endeudarse a menor costo en moneda extranjera, y las instituciones financieras evitan tener capitales que pueden perjudicar su rentabilidad.

Por lo tanto, un argumento sólido a favor de las medidas de política ha de explicar cómo las crisis pueden propagarse entre sectores, mercados y países. Finalmente, como es imposible evitar todas las vulnerabilidades, el SAA también debe alertar sobre riesgos inminentes, para que los países se preparen frente a crisis en ciernes y las autoridades establezcan planes de contingencia.

Claro que hay una gran diferencia entre lo que un SAA debería hacer y lo que realmente hace. La actual crisis ha puesto de manifiesto los desafíos. Varios analistas advirtieron de la escalada de los precios de la vivienda en Estados Unidos —sintomática de las crecientes vulnerabilidades—, pero les fue más difícil percatarse de cómo la poca regulación y el fuerte apalancamiento del sistema financiero paralelo (bancos de inversiones e instrumentos de titulización) transformarían el problema relativamente pequeño de las hipotecas de alto riesgo en la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión. Esta incapacidad para “atar cabos” dificultó la adopción de políticas preventivas (como obligar a los bancos a capitalizarse más frente a pasivos fuera del balance).

¿Cómo elaborar un SAA?

Lo primero es determinar los eventos que debería prever. Los modelos elaborados tras las crisis de los mercados emergentes de los años noventa se concentraron en eventos externos, como los ceses repentinos de las entradas de capitales, que fueron la causa o al menos un síntoma de la mayoría de esas crisis. (A escala del FMI, esas crisis crean necesidades de financiamiento externo, y las alertas anticipadas permiten alistar los recursos de préstamos que podrían ser solicitados). En las economías avanzadas, las crisis pueden tener una dimensión externa, pero suelen concentrarse en el sector financiero. Además, las fuertes mermas del producto —desvinculadas de las meras fluctuaciones cíclicas— probablemente revestirán un interés particular para las autoridades, al margen de que coincidan o no con una crisis financiera.

El siguiente paso es elaborar una batería de instrumentos analíticos adecuados, combinando el análisis cuantitativo formal con métodos más heurísticos, como evaluaciones y consultas de base amplia. Las herramientas cuantitativas cumplen cuatro funciones: primero, facilitar la búsqueda sistemática de factores de vulnerabilidad; segundo, analizar vínculos, sobre todo en el sector financiero, que permitirían que una eventual crisis se transforme y se propague entre sectores, mercados y países; tercero, cuantificar la probabilidad de que una crisis se materialice y sus repercusiones, a la luz de las vulnerabilidades observadas, y cuarto, formalizar el proceso y los datos para la toma de decisiones.

Las versiones anteriores del SAA solían basarse en un modelo único de “probabilidad de crisis” que correlacionaba indicadores macroeconómicos (como el tamaño del déficit de cuenta corriente o la razón reservas/deuda de corto plazo en los mercados emergentes) con las crisis.

En las versiones más modernas estos modelos siguen siendo importantes, pero se reconoce que el panorama macroeconómico y financiero en general, la coherencia con otros modelos y análisis sectoriales, los datos de mercado

Activadores de las crisis

Las crisis surgieron a causa de una variedad de vulnerabilidades y activadores.

Crisis	Vulnerabilidad	Activador
México (1994)	Pasivos públicos externos a corto plazo (y denominados en moneda extranjera)	Endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, shocks políticos
Tailandia (1997)	Pasivos externos de las empresas financieras y no financieras; exposición concentrada de las empresas financieras al sector de la vivienda	Deterioro de los términos de intercambio; deflación de precios de los activos
Indonesia (1997)	Pasivos externos del sector empresarial; concentración de activos del sistema bancario en préstamos relacionados con bienes raíces/propiedades; razón deuda/patrimonio elevada	Contagio de la crisis de Tailandia; crisis bancaria
Turquía (2000)	Pasivos públicos a corto plazo; descalces de vencimientos y divisas en el sistema bancario	Expansión del déficit en cuenta corriente, apreciación del tipo de cambio real, shock de los términos de intercambio; incertidumbre sobre la voluntad política del gobierno para reformar el sector financiero
Finlandia (1991)	Auges de crédito y precios de la vivienda, sobrecalentamiento, poca capitalización de los bancos, exposiciones crediticias concentradas, préstamos locales en moneda extranjera, desregulación financiera sin fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial; gestión deficiente del riesgo a nivel de cada banco	Endurecimiento de la política monetaria, colapso del comercio con el Consejo para la Asistencia Económica Mutua; depreciación del tipo de cambio
Noruega (1988)		
Suecia (1991)		
Estados Unidos (2007)	Auge de crédito y precios de la vivienda; regulación financiera deficiente que provocó un apalancamiento excesivo y una valoración errónea del riesgo	Colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo

Fuentes: Ghosh *et al.* (2008); Drees y Pazarbaşıoğlu (1998).

Las herramientas de un SAA

Los detalles varían, pero un SAA eficaz debería tener herramientas para analizar los siguientes aspectos:

Perspectivas. Los análisis de las tendencias macroeconómicas y financieras mundiales se basan en indicadores de mercado de los riesgos financieros y soberanos, el grado de dispersión de los pronósticos económicos del sector privado y gráficos de abanico sobre los riesgos de las proyecciones económicas básicas. Como complemento, a modo de marco general para el análisis de los riesgos extremos en un SAA, se incluyen las tendencias del equilibrio ahorro-inversión nacional y sectorial, los desequilibrios externos y los desajustes de los tipos de cambio.

Indicadores resumidos de probabilidad, duración y profundidad de las crisis. Se han creado varias metodologías de SAA para resumir la vulnerabilidad de los países a las crisis externas, financieras, de crecimiento y de otro tipo, utilizando diversos indicadores financieros y económicos. Algunas de estas herramientas se basan en modelos probit y otras en técnicas no paramétricas, que definen umbrales para los indicadores de vulnerabilidad individuales según su capacidad para distinguir los casos de crisis y otras situaciones. Estos modelos, que suelen indicar la probabilidad de una crisis, pueden

de alta frecuencia y las simulaciones de repercusiones internacionales también pueden ser esenciales para efectuar una evaluación equilibrada e integral de los factores que podrían presagiar una crisis (en el recuadro se analizan los aspectos técnicos de las herramientas de un SAA).

No obstante, un SAA no puede basarse solo en herramientas formales y cuantitativas. Las diversas particularidades de las crisis limitan la capacidad de las herramientas estadísticas para extraer información que ayudaría a prever la próxima crisis o tomar en cuenta todos los factores específicos de un país. Las herramientas cuantitativas se complementan con métodos más heurísticos, como consultas con las autoridades, los participantes del mercado y expertos del sector académico; reglas generales de tipo empírico; evaluaciones fundamentadas e intuitivas; sentido común, y pensamiento creativo. Todo esto ayuda a detectar nuevas fuentes de vulnerabilidad, teniendo en cuenta que la próxima crisis puede ser muy diferente de las anteriores.

¿Cómo persuadir a las autoridades?

Más allá de las dificultades técnicas de identificar los factores de vulnerabilidad, tal vez el mayor problema para cualquier SAA sea persuadir a las autoridades para que tomen medidas. Es esencial comunicar con claridad y franqueza las señales de alertas, corroboradas con análisis integrales. Dichos análisis deben describir las fuentes subyacentes de vulnerabilidad, los shocks que pueden desencadenar la vulnerabilidad y la forma en que los shocks pueden propagarse a otros sectores, mercados y países. Por último, las alertas también deben ofrecer opciones claras en materia de políticas, haciendo hincapié en las ventajas y desventajas de abordar distintos tipos de riesgos y subrayando la necesidad de

complementarse con herramientas que ayuden a determinar la profundidad y duración de la crisis y la posible trayectoria de recuperación (por ejemplo, si irá acompañada de una sólida recuperación del crédito).

Indicadores de vulnerabilidades sectoriales. Para que haya coherencia entre los modelos de probabilidad general y los análisis sectoriales se pueden usar metodologías sectoriales especializadas. Las herramientas sectoriales pueden concentrarse en fuentes específicas de vulnerabilidad (como desajustes de los precios de la vivienda o saldos fiscales insostenibles). Los indicadores de alta frecuencia del mercado financiero pueden ayudar a resumir los datos prospectivos y a prever un deterioro rápido de las condiciones financieras.

Repercusiones entre países, sectores y mercados. Para elaborar escenarios de riesgos extremos se deben comprender los mecanismos de transmisión de los shocks entre países y mercados. Por ejemplo, los datos sobre las exposiciones internacionales de los bancos pueden ayudar a detectar las posibilidades de contagio entre países a través de los canales de préstamo. Asimismo, diversas herramientas pueden ayudar a evaluar las posibles repercusiones de los shocks en el sector financiero en los sectores soberano y de las empresas no financieras, incluida la manera en que el mercado percibe esas repercusiones.

coordinar las políticas a nivel internacional. La comunicación debe ser calibrada cuidadosamente, informando confidencialmente a las autoridades en ciertos casos y divulgando los datos menos delicados.

Conclusión

Un objetivo realista pero a gran escala de los SAA es generar alertas sobre los posibles escenarios más desfavorables y presentar a las autoridades opciones sobre la mejor manera de responder. Esto exige un análisis riguroso y prospectivo, un juicio sólido y una comunicación clara. Pero incluso un SAA perfectamente diseñado puede fallar a veces y generar demasiadas falsas alertas. ¿Estarán las autoridades dispuestas a escuchar cuando ya haya pasado la crisis financiera mundial? ■

Jonathan D. Ostry es Subdirector, Atish R. Ghosh es Jefe de la División de Asuntos Sistémicos y Natalia Tamirisa es Asistente del Director del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Drees, Burkhard, y Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, *The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization*, IMF Occasional Paper No. 161 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Ghosh, Atish R., et al., 2008, *IMF Support and Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper No. 262 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper 08/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, y Londres, Inglaterra: Harvard University Press).





El rostro de la crisis

Una crisis, seis vidas

ESTAS seis personas, en seis países distintos, no se conocen y probablemente nunca se conocerán, pero tienen algo en común: junto con millones de otras personas, se han transformado en víctimas inocentes del pánico financiero mundial desatado tras el fracaso del banco de inversiones estadounidense Lehman Brothers en septiembre de 2008.

Sus experiencias, descritas por ellas mismas, ilustran mejor que ningún análisis económico el nivel de integración del mundo actual y la forma en que sus destinos están interconectados como consecuencia de ello. También confirman que los pobres y los menos educados son, generalmente, los que más sufren, dada su menor capacidad para afrontar la desaceleración.

El costo social de la crisis seguirá aumentando por algún tiempo. El desempleo —símbolo de la Gran Depresión— no alcanzará el nivel de los años treinta, aunque, como indicador rezagado, posiblemente seguirá empeorando hasta bien entrado 2010. Según la Organización Internacional del Trabajo, unas 50 millones de personas podrían perder su empleo durante la crisis. En las economías emergentes y los países de bajo ingreso, donde la red de protección social es precaria o inexistente, el costo humano del desempleo es aún mayor. El FMI está recomendando a los gobiernos que mejoren sus sistemas de protección para los pobres y los más vulnerables.

Seis personas, y seis vidas trastornadas por la crisis económica mundial.



Francette Picard, de Haití, subsiste gracias a las remesas que le envía su primo, Claude Bruno.



Claude Bruno trabaja lavando platos en un hogar de ancianos en

Haití

Un salvavidas desde Estados Unidos

FRANCETTE Picard, de 57 años y madre soltera, mantiene a sus dos hijas con las remesas que le envía su primo, Claude Bruno, que vive en Estados Unidos. Antes de la crisis, Francette recibía alrededor de US\$250 al mes; ahora recibe —ocasionalmente— entre US\$30 y US\$60.

“Claude enviaba dinero para pagar la escuela, y también nos mandaba alimentos, pero desde que empezaron los problemas no ha podido hacerlo”, señaló Picard. “Dijo que esto se debe a que la situación se le ha complicado. Puede tener trabajo tres días a la semana y luego pasar una o dos semanas sin trabajar”.

Tras años de crecimiento del 10% o más, el Banco Mundial prevé que este año las remesas mundiales se reducirán entre 7% y 10%. En Haití, las remesas no han seguido la trayectoria descendente observada en el resto de América Latina y el Caribe, pero las perspectivas de este país caribeño siguen siendo precarias.

“Afortunadamente, el descenso de las remesas es menor de lo previsto, pero dado el crecimiento del 2% anual de la población en Haití, este no va a ser un buen año”, señaló Corinne Delechat, funcionaria del Fondo Monetario Internacional. “En Haití las remesas son lo único con que sobreviven algunas familias”.

Las remesas enviadas por los numerosos emigrantes haitianos son la principal fuente de divisas del país y representan más de la cuarta parte del PIB nacional, según el Banco Interamericano de Desarrollo. En general, los montos son pequeños —unos US\$100 al mes— aunque en 2008 alcanzaron un total de US\$1.250 millones, suma más de dos veces superior al valor de las exportaciones. El dinero se usa para cubrir necesidades básicas, como alimentos, vivienda y educación.

Haití, que se encuentra a una hora de vuelo de Estados Unidos, es el país más pobre de América. Su pasado reciente

está colmado de violencia, inestabilidad política, escasez de recursos y catástrofes naturales. Según Naciones Unidas, el 80% de la población vive con US\$2 o menos al día.

Este año los analistas predijeron que las remesas al país, como en el resto del mundo, se reducirían marcadamente debido a la desaceleración en América del Norte, donde vive la mayoría de los dos millones de haitianos emigrados. No obstante, el nivel de remesas se mantuvo constante e incluso registró un leve incremento.

“Las necesidades de la población son tales que los parientes en el extranjero están muy concientes de la necesidad de enviar dinero”, señala Gregory Watson, funcionario del Banco Interamericano de Desarrollo.

Esto es lo que motiva a Claude Bruno a seguir enviando dinero, a pesar de su situación. Bruno, que a los 61 años está en una edad en que muchos se jubilan, lava platos ocho horas al día en un cuarto húmedo y sofocante en un hogar de ancianos en Nueva Jersey.

En vista de la desaceleración mundial, y de que en Estados Unidos la tasa de desempleo es del 9,5%, los inmigrantes envían menos dinero a sus parientes en América Latina y el Caribe. Se estima que la continuidad del nivel de remesas enviadas a Haití podría deberse a que, en general, son de un monto reducido, y por tanto son más inmunes a las fluctuaciones de las circunstancias personales; además, los sectores donde se concentran los emigrantes haitianos, como el de servicios, han sido menos afectados.

Esto apenas le sirve de consuelo a Francette Picard, que está a punto de ser desalojada de su hogar y se resiste a ir al médico para tratarse los dolores de cabeza causados por el estrés. “Después de la medianoche no duermo hasta el amanecer pensando en qué les voy a dar de comer a mis hijas en la mañana”, dice Picard. “Les tengo que preparar el almuerzo para la escuela, pero es imposible dormir cuando no se tiene un peso”.

Francette atribuye sus dificultades, y las de muchos otros haitianos, a la situación en Estados Unidos.

“Estamos completamente perdidos porque, sin Estados Unidos, no podemos vivir en Haití. Lo que mantiene a este país son sus emigrantes”. ■



Nueva Jersey, Estados Unidos.



Ignace Koffi Kassi dice que la crisis ha agravado aún más la situación de los agricultores en Côte d'Ivoire.

Côte d'Ivoire

Para el agricultor, la situación es más difícil

EN GENERAL, Ignace Koffi Kassi tiene una visión optimista de la vida. Sin embargo, cuando le preguntan cómo se gana la vida (cultivando cacao), la preocupación se hace evidente. “No es fácil prosperar cultivando cacao en Côte d'Ivoire. Las condiciones son muy difíciles”, señala.

Kassi, corpulento y musculoso, tiene siete hijos, “pero en total”, señala, “al menos 15 personas dependen de mí”. Para aumentar su ingreso, Kassi diversificó sus cultivos con palma de aceite y árboles de caucho.

Côte d'Ivoire —con 19 millones de habitantes— era uno de los países más prósperos de África occidental. La recuperación económica se interrumpió tras el golpe de Estado de 1999 y el inicio de una guerra civil en 2002. El gobierno de transición que asumió el poder en 2007 inició un programa de reconstrucción nacional.

No obstante, la crisis mundial ha dificultado esa tarea, no solo en Côte d'Ivoire sino en todo el continente. Según Dominique Strauss-Kahn, Director Gerente del FMI, “África sufre las consecuencias de una crisis financiera originada en las economías avanzadas. La recesión mundial, que siguió tan de cerca el shock de precios de los alimentos y el petróleo del año pasado, exacerbó la vulnerabilidad de los países de bajo ingreso al reducirse el precio de las materias primas, el comercio y la inversión, y puede tener un efecto negativo en la asistencia para el desarrollo”.

Recientemente, el FMI aprobó un préstamo de US\$566 millones a Côte d'Ivoire para promover el desarrollo económico, y se han adoptado medidas de alivio de la deuda. Sin embargo, la escasez mundial de crédito ha hecho más difícil atraer inversión extranjera directa, incluida la necesaria para el cultivo del cacao. Côte d'Ivoire es el principal productor mundial de cacao, que representa alrededor del 35% de sus exportaciones. Este sector genera empleo para más de 4 millones de personas e ingresos por más de US\$1.400 millones al año.

Los precios del cacao alcanzaron recientemente su nivel más alto, aunque esto no benefició a los pequeños productores nacionales. Kassi trabaja con equipo anticuado y el financiamiento y la infraestructura son inadecuados. Esto dificulta la comercialización en el mercado nacional, y mucho más aun en los mercados externos. “Vivimos en un país subdesarrollado, donde todo se hace a la antigua, y el cacao se cosecha con el machete, un instrumento del pasado. Tampoco hay fertilizante”, observa.

Según Kassi, el respaldo internacional —tanto la asistencia como el alivio de la deuda— no parece producir mejoras concretas para agricultores como él. “Se habla de construir escuelas y hospitales, pero si los agricultores no pueden pagar por la ropa, la educación y los servicios de salud para sus hijos, ¿qué puede importarles si el país reúne o no los requisitos para el alivio de la deuda? Lo que se necesita es reducir los impuestos y capacitar a los agricultores para producir cacao de buena calidad”, señala Kassi.

En su opinión, la crisis económica puede ser la gota que derrame el vaso: “Hace mucho tiempo que tenemos problemas, pero la crisis nos está hundiendo. El pesimismo está ganando terreno y los agricultores queremos saber cuándo vamos a dejar de sufrir”.

Kassi quisiera que el gobierno adopte medidas para mejorar el margen de utilidad de los agricultores. “Queremos que el tema de la remuneración de los agricultores se incluya en las conversaciones entre el gobierno y sus socios para el desarrollo. Después de todo, somos nosotros los que mantenemos a flote la economía nacional”.

Según Alexei Kireyev, economista del FMI, el Gobierno está acelerando las reformas con ayuda de la comunidad internacional. “Una reducción gradual de los impuestos indirectos sobre el cacao, del 32% al 22% para 2011, aumentará el ingreso de los agricultores como Koffi Kassi”, observa Kireyev. Además, el gobierno está reorganizando el sistema de reglamentación del sector para mejorar la gestión y la transparencia.

Por consiguiente, es posible que pronto se efectúen los cambios que, en opinión de Kassi, se necesitan con tanta urgencia. En todo caso, para él la única alternativa es seguir luchando. Después de todo, debe dar de comer a 15 personas. ■



A Gustavo Ramírez le redujeron sus horas de trabajo en el puerto de Buenos Aires.



De izquierda a derecha: Nicole (13), Solange (16), Evelina,

Argentina

Ningún puerto es seguro en este temporal

LA SITUACIÓN económica de Gustavo Ramírez había estado mejorando de manera lenta pero segura. Tras casi tres años trabajando en el puerto de Buenos Aires, pudo trasladarse —con su esposa, Evelina, y sus cuatro hijas— a un departamento más grande en Barracas, un barrio de clase obrera. Gustavo y Evelina, que trabaja en un laboratorio médico, enviaban a su hija de 13 años a una escuela privada, cenaban afuera varias veces al mes y viajaban ocasionalmente. Ramírez, de 37 años, había reanudado sus estudios de maestro de escuela primaria, profesión que, aunque no paga mucho más que su actual empleo como estibador en el puerto, puede devengar importantes beneficios sociales.

Pero se desató la crisis mundial.

En Argentina, como en muchas otras economías emergentes, se esperaba poder evitar las turbulencias surgidas en las economías avanzadas tras el desplome del mercado hipotecario en Estados Unidos en 2007. Pero para finales de 2008, la fuerte contracción económica en los países avanzados ya se había propagado a mercados emergentes como Argentina.

Juntas, la debilidad de la economía mundial y la escasez de financiamiento para el comercio desencadenaron el colapso del comercio mundial a finales del año pasado. El volumen de comercio se redujo un 20% en el primer semestre de 2009, y el FMI estima que en todo el año el descenso será de un 12%. El comercio exterior de Argentina se redujo junto con el comercio mundial. Las exportaciones disminuyeron y las importaciones se desplomaron. En los cuatro primeros meses de 2009, el volumen de mercaderías transportadas a través del puerto se redujo un 32% en relación con el mismo período en 2008.

Los empleos se evaporaron en este puerto de la costa sur del enorme estuario del Río de la Plata. “Muchos empleos desaparecieron de un día para el otro”, cuenta Ramírez.

Hasta fines del año pasado, Ramírez, como los otros 1.500 empleados del puerto, trabajaba en promedio 24 días al mes; actualmente solo trabaja 14 o 15. A los trabajadores más antiguos se les ofrecen más días de trabajo y, a los más recientes, menos.

Ramírez trabaja para Terminales Río de la Plata, que administra tres de los cinco grandes terminales del puerto, por las que pasan los contenedores de casi todas las importaciones y exportaciones del país y gran parte del comercio exterior. La mayoría de las exportaciones agrícolas se embarcan en los puertos del Río Paraná, al oeste de la ciudad.

Para Ramírez, este empleo fue una bendición. Anteriormente trabajaba 12 horas al día en un pequeño negocio con días libres a mitad de semana. El salario era bajo y le quedaba poco tiempo para su familia. Tres años atrás, en una reunión en el colegio donde su hija Nicole es una excelente gimnasta, se enteró del empleo en el puerto. El mayor sueldo le permitió a la familia mejorar su situación económica.

Ramírez asume con filosofía la repentina reducción de su salario (en general, el de Evelina se mantuvo estable). Admite que se les ha hecho más difícil progresar, y la familia no ha podido pagar todas las cuentas, a pesar de haber reducido sus gastos.

No obstante, su situación es mejor que “hace tres o cuatro años” y la crisis ha acercado a la familia. Solange, la hija de Ramírez de otro matrimonio, se mudó a la casa hace muy poco.

Además, Ramírez ha usado su tiempo libre para trabajar como voluntario en el sindicato, actividad que le resulta muy gratificante.

Sin embargo, aclara, le preocupan cosas sobre las que él —o la Argentina— tiene poco control. También teme que la crisis económica mundial pueda empeorar y transformarse en algo parecido a la Gran Depresión de los años treinta. Para los argentinos, esta crisis es claramente distinta de las anteriores, explica Ramírez. No es local, sino mucho más difundida. Es producto de fenómenos políticos y económicos ajenos a este gran país de América del Sur. ■



Martina (2), Julieta (5) y Gustavo.



Shital Patel perdió su empleo en Morgan Stanley, en Nueva York, en Estados Unidos, hace más de un año.

Nueva York

Con la esperanza de un nuevo empleo

CUANDO habla de Morgan Stanley, Shital Patel sigue diciendo “nosotros”, y se refiere a su antiguo empleador en tiempo presente.

La ex investigadora fue dada de baja por el banco de inversiones neoyorquino en mayo de 2008, pocas semanas después del derrumbe de Bear Stearns. Patel, de 31 años, se sumó a los miles de profesionales jóvenes, bien educados y ambiciosos en el sector de servicios financieros estadounidense que están desempleados debido a la crisis económica.

“Yo era siempre la chica talentosa con el empleo fabuloso y, de pronto, me tuve que empezar a preguntar quién soy y qué puedo ofrecer”, dice Patel.

Desconcertada por la situación, se sumergió en la rutina de buscar un nuevo empleo. Como parte de la indemnización por despido, tuvo acceso a servicios de empleo por ocho semanas.

Patel recibió varias llamadas para programar entrevistas de trabajo, y era optimista. Pero el fracaso de Lehman Brothers en septiembre “lo desbarató todo”.

Patel se interesó en la economía cuando estudiaba medicina en la Universidad de Pennsylvania. Tras concluir sus estudios comenzó a trabajar en la sección de pronósticos sobre gasto de los hogares de la Reserva Federal, en Washington.

El trabajo le gustaba, pero cuando Morgan Stanley le ofreció empleo no lo pensó dos veces.

“Mi sueño era trabajar para un gran banco de inversiones”, dice.

Patel trabajó como economista preparando los pronósticos económicos de Morgan Stanley para Estados Unidos. Con el tiempo, su labor se amplió y empezó a coordinar los pronósticos mundiales. Al comienzo la curva de aprendizaje fue bastante empinada, pero a Patel le encantaba el trabajo.

Sin embargo, tras ocho años en el banco, Patel se sumó a las crudas estadísticas de desempleo creadas por la crisis financiera.

La pérdida de empleos en el sector de servicios financieros estadounidenses fue el presagio de un mayor deterioro económico. La crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos se propagó rápidamente al resto de la economía mundial y causó la peor recesión en 70 años. En 2008, la economía mundial se contrajo por primera vez desde la segunda guerra mundial. Se perdieron empleos en países que dependían de los consumidores estadounidenses. La Organización Internacional del Trabajo estima que a fines de 2009 habrá 210 millones de desempleados en todo el mundo. El Departamento del Trabajo de Estados Unidos calcula que se han perdido más de medio millón de empleos en el sector de servicios financieros.

Según el FMI, las dificultades en el mercado laboral estadounidense seguirán reprimiendo el crecimiento por algún tiempo y el PIB se contraerá un 2,5% en 2009. En un informe de evaluación fiscal publicado en Nueva York en mayo se indica que muchos de estos empleos no se recuperarán, incluso si el sector se reactiva.

El despido de muchos profesionales bien calificados ha aumentado la competencia por obtener empleos, que ahora son mucho más escasos. Patel señala que en las entrevistas de trabajo le dicen que no necesitan economistas.

“El economista arrastra un estigma”, explica. “Si tienes que leer 500 currículum vitae, lo más fácil es dejar de lado el de los economistas”.

Patel tenía una buena situación financiera antes de perder su empleo pues vivía dentro de sus propios medios. Es dueña de un pequeño departamento en Greenwich Village y ha sobrevivido gracias a su indemnización por despido, al seguro de desempleo y sus ahorros.

La pérdida de un empleo puede tener el mismo efecto estresante que una muerte o un divorcio, y Patel asegura que pasó por todas las etapas de la aflicción, desde la conmoción y la negación hasta la aceptación.

Pese a atravesar muchos momentos difíciles, Patel se siente optimista pues hace poco la han entrevistado para un puesto en la Reserva Federal de Nueva York.

“Realmente espero conseguir empleo antes de fin de año”, señala. ■



Yoshinori Sato fue despedido de una fábrica de automóviles en Japón.

Japón

Atrapado en un callejón sin salida

LAS ASPIRACIONES de Yoshinori Sato son razonables: vivir con su familia y recuperar su empleo. No obstante, dada la desaceleración económica que devastó el sector automotor japonés, lo más probable es que ninguno de estos anhelos se cumpla en el futuro cercano.

Siete años atrás, Sato, de 50 años, se trasladó a Yokohama desde Hokkaido —donde dejó a su familia— para buscar empleo por medio de una agencia de colocaciones temporales. Fue asignado a la fábrica de Isuzu Motors, donde trabajó en la línea de ensamblaje de motores para camiones.

El salario no era bueno, admite, pero ganaba lo suficiente para vivir. En noviembre del año pasado, 500 empleados fueron despedidos debido a la contracción económica y la reducción de las exportaciones.

“Ninguno de nosotros se esperaba esto”, señala Sato. “Un día, en la sala de personal, con cuatro colegas, nos entregaron un mensaje en que se explicaba que, debido a la disminución de la producción, se había decidido despedirnos en un mes”.

La empresa les pidió a los empleados que siguieran trabajando con ahínco hasta el último día.

El 26 de diciembre, 500 trabajadores temporales marcaron tarjeta por última vez y se informó a Sato que tenía cuatro días para desalojar su habitación en el dormitorio de la empresa.

Los fabricantes de automóviles en Japón son uno de los principales empleadores de trabajadores temporales, con contratos renovables de un año. Se estima que más de 3,8 millones de trabajadores pertenecen a esta categoría. Las reglas que se aplican a los trabajadores contratados mediante agencias de colocación se flexibilizaron en 2004. Japón, que hace mucho tiempo ya abandonó el concepto del “empleo para toda la vida”, cuenta con algunas de las principales empresas fabricantes de automóviles del mundo, pero su sector automotor ha sido uno de los más afectados por

la contracción económica mundial. Según la Asociación de Fabricantes de Automóviles de Japón, en mayo de 2009 la exportación de vehículos —que ya había bajado por ocho meses consecutivos— se redujo en más del 55% con respecto al año anterior. Los fabricantes reaccionaron reduciendo la producción y el número de trabajadores.

Si bien Japón no fue el epicentro de la crisis mundial, el posterior derrumbe de la demanda mundial y los efectos financieros indirectos desataron la peor recesión en más de medio siglo en esta economía dependiente de las exportaciones.

El gobierno ha tratado de proteger a los más vulnerables —incluidos los trabajadores temporales— de los efectos más graves de la crisis. Entre otras cosas, se han aplicado criterios más flexibles para obtener seguro de desempleo y se ha previsto aumentar el pago mínimo de horas extraordinarias. El tiempo que Sato trabajó como empleado temporal le costó su matrimonio y una vida junto a su familia, que se quedó en Hokkaido.

“No pude seguir enviándole dinero a mi esposa, de modo que acordamos divorciarnos para que ella pueda recibir una subvención del Estado; pero todavía nos queremos y hablamos por teléfono muy seguido”.

“Iba a Hokkaido todos los años, para el cumpleaños de mi hija. Siempre he querido que vinieran acá cuando yo tuviera suficiente dinero, pero ahora eso parece imposible”.

Sato está tratando de recuperar su empleo. En marzo demandó a la agencia de trabajo para que le pague su salario hasta el vencimiento de su contrato y los tribunales fallaron en su favor. Mientras espera el resultado de otra demanda para que la empresa lo vuelva a contratar como empleado a tiempo completo, Sato está trabajando como voluntario para el sindicato japonés al que pertenece, a cambio de que este a su vez le garantice el alquiler de su departamento.

“Quería ser empleado de horario completo y traté de demostrar que era un buen trabajador llegando a la fábrica una hora antes todas las mañanas para preparar las líneas de ensamblaje”, dice. “Siempre quise tener una vida normal —sin lujos— y traer a mi familia aquí para poder vivir juntos”, agrega. “Cuando me despidieron, ese sueño se hizo añicos”. ■



Los ingresos de Santiago Baena por la venta de bienes raíces se han desplomado.

España

Un mercado de la vivienda congelado

DURANTE sus 20 años en el sector inmobiliario, Santiago Baena ha visto lo mejor y lo peor del mercado español de la vivienda.

Baena —de 53 años— creció trabajando con sus 14 hermanos en el albergue de sus padres en el norte de España. Ingresó al mercado de bienes raíces —sector en auge hasta hace un par de años— cuando tenía poco más de treinta años, vendiendo casas y propiedades comerciales.

Desde que obtuvo su licencia de agente inmobiliario en Madrid, el precio de la vivienda en España prácticamente se ha triplicado. La economía española creció rápidamente en la década de 1990, los “años dorados” del sector inmobiliario español. “Se obtuvieron enormes ganancias de capital mediante la revaluación, el crédito fácil, el aumento del valor de la propiedad y la posibilidad de nuevas revaluaciones, lo cual creó la típica burbuja especulativa”, dice Baena.

La adopción del euro en 1999 se tradujo en un menor costo del endeudamiento, una abundancia de crédito y un fácil acceso al financiamiento. En España, más del 90% de las hipotecas tienen tipo de interés variable, de modo que su reducción disminuyó el costo de la vivienda.

No obstante, cuando el Banco Central Europeo empezó a aumentar los tipos de interés en 2004 el mercado de la vivienda español comenzó a desacelerarse. Por añadidura, la economía española ha sido especialmente vulnerable a la crisis financiera mundial pues el crecimiento dependía considerablemente de una demanda interna alimentada por el crédito y el auge del sector de vivienda.

El actual mercado español de la vivienda “no está frío, está congelado”, señala Baena. Las ventas —que en 2008 disminuyeron en una tercera parte— se redujeron más de un 50% entre 2007 y 2009. La falta de ventas ha afectado los precios, que para fines de 2011 se habrán reducido en un 30% respecto del nivel máximo de 2007, según proyecciones del banco BBVA.

Estas bajas han disminuido la remuneración neta de Baena. En España, la comisión de los agentes inmobiliarios es equivalente al 3%–5% del precio de venta, aunque la mayoría ha debido reducirla. “Es mejor obtener el 50% de algo que el 100% de nada”, dice. Como resultado de la crisis, el ingreso de Baena —casado con cuatro hijos— se redujo un 10% durante el último año y un 30% el año anterior.

La economía como un todo también ha sido afectada. Gracias al auge de la vivienda, la participación del sector de la construcción en la economía había alcanzado un 9%, y el sector absorbía el 13% del empleo total. La falta de compradores frenó la construcción. “Mire a su alrededor”, dice Baena, “Si ve un contenedor u otro equipo de construcción suspendido de una grúa, el proyecto se interrumpió y lo colgaron ahí para que no se lo roben. Está lleno de contenedores colgados”.

Puesto que en España los salarios son rígidos, la mayoría de los ajustes deben hacerse por medio de despidos. Por consiguiente, el descenso de la construcción ha aumentado la tasa de paro, que ya era alta y que ahora es de casi un 20%.

Para los que buscan empleo, las perspectivas a corto plazo no son buenas. En 2008, la economía española solo creció en un 1,2%, y en 2009 probablemente se contraerá entre 3% y 4%, señala el economista del FMI Christian Henn. Lo que España realmente necesita, según una evaluación reciente del FMI, es un nuevo modelo de crecimiento. La construcción de viviendas y el consumo privado no seguirán impulsando el crecimiento. En el futuro, la creación de empleo y el crecimiento deberán depender más de la industria y el sector de servicios. Con este fin, el gobierno debe encontrar la forma de mejorar la productividad y reducir los costos.

Para Baena —y los muchos otros que dependían del sector de la vivienda— el futuro es incierto. “Seguimos esperanzados”, dice, con una expresión que no refleja el optimismo de sus palabras. ■

Agradecimientos

Argentina

Reportaje: Florencia Carbone, *La Nación*, y James L. Rowe, FMI

Fotografía: Daniel Pessah, *La Nación*

Côte d'Ivoire

Reportaje: Eric Adingra y Camilla Andersen, FMI

Fotografía: Eugene Salazar, FMI

España

Reportaje: Silvia Taulés, *El Mundo*, y Marina Primorac, FMI

Fotografía: Silvia Taulés

Estados Unidos

Reportaje: Jacqueline Deslauriers, FMI

Fotografía: Michael Spilotro, FMI

Haití

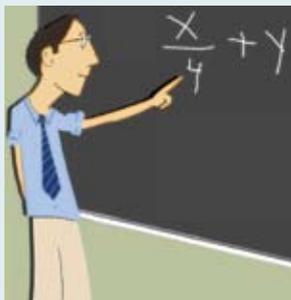
Reportaje: Anderson Laforet y Hyun-Sung Khang, FMI

Fotografía: Tony Belizaire, AFP

Japón

Reportaje: Julian Ryall

Fotografía: Alfie Goodrich



¿Qué es la política monetaria?

Koshy Mathai

LA POLÍTICA monetaria ha adoptado muchas formas distintas, pero básicamente consiste en ajustar la oferta de dinero en la economía para conjugar la estabilización de la inflación y del producto.

La mayoría de los economistas coincidirían en que a *largo plazo* el producto es fijo, de modo que cualquier modificación de la oferta monetaria solo hace variar los precios. Pero a *corto plazo*, como los precios y salarios no se ajustan de inmediato, tal modificación puede afectar la producción real de bienes y servicios. Por eso la política monetaria —ejercida por lo general por los bancos centrales, como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco Central Europeo (BCE)— es un instrumento valioso para lograr los objetivos de inflación y de crecimiento.

En una recesión los consumidores gastan menos; la producción disminuye, lo que obliga a las empresas a reducir plazas e inversiones en nueva capacidad, y la demanda externa de las exportaciones del país puede decaer. En suma, se produce una caída de la *demand agregada* que puede contrarrestarse con medidas *anticíclicas*, para lo cual la política monetaria suele ser el instrumento preferido.

Esa política anticíclica permitiría la expansión deseada del producto (y el empleo), pero el consiguiente aumento de la oferta monetaria también haría aumentar los precios. Al acercarse la economía a su plena capacidad de producción, la mayor demanda ejerce presión sobre el costo de los insumos, incluidos los salarios. Los trabajadores usan entonces sus mayores ingresos para consumir más, lo que empuja los precios y salarios aún más al alza y eleva el nivel general de inflación.

Objetivos gemelos

Las autoridades monetarias deben entonces equilibrar los objetivos de precios y de producto. Incluso los bancos centrales que, como el BCE, solo fijan metas de inflación procuran también estabilizar el producto y mantener la economía cerca del pleno empleo. La Reserva Federal, que tiene un “doble mandato” explícito del Congreso de Estados Unidos, reconoce formalmente el objetivo del empleo y lo coloca en pie de igualdad con el de inflación.

La política fiscal —tributación y gasto— es otra herramienta para gestionar la demanda agregada de bienes y servicios que los gobiernos han usado ampliamente

durante la crisis actual. Pero toda modificación legislativa de impuestos y gastos toma tiempo y, desde el punto de vista político, una vez adoptada es difícil de revocar. Además, como los consumidores pueden responder al estímulo fiscal de manera inadecuada (por ejemplo, si deciden ahorrar una rebaja impositiva en lugar de gastarla), se considera que la primera línea de defensa para estabilizar la economía durante una recesión es la política monetaria, excepto en los países con un tipo de cambio fijo, donde está completamente ligada al objetivo cambiario.

Una política independiente

Aunque la política monetaria es uno de los instrumentos económicos más importantes para el gobierno, la mayoría de los economistas coincide en que debe ser ejercida por un banco central (u organismo similar) independiente del gobierno elegido. Esta idea surge de estudios realizados hace unos 30 años, que ponían de relieve el problema de la *inconsistencia temporal*. A los responsables de la política monetaria les conviene prometer una inflación baja para contener las expectativas inflacionarias de los consumidores y las empresas, pero es posible que circunstancias posteriores los obliguen a expandir la oferta monetaria y dar una “sorpresa inflacionaria”. Al principio el producto crecería, porque la mano de obra se volvería relativamente barata (dado que los salarios varían lentamente), y también se reduciría el valor real, o ajustado por inflación, de la deuda pública. Pero pronto la gente reconocería ese “sesgo inflacionario” y crecerían sus expectativas de nuevas alzas de precios, dificultando el logro de un bajo nivel de inflación.

En opinión de algunos economistas, para superar el problema de la inconsistencia temporal las autoridades deberían comprometerse a seguir una regla que limite la discrecionalidad de los ajustes de la política monetaria. Pero en la práctica, asumir ese compromiso de manera creíble ha sido difícil. Una solución, que evitaría la injerencia política y reforzaría la confianza del público en el compromiso de las autoridades con una inflación baja, consiste en delegar la política monetaria en un banco central *independiente*, como ya se hacía en diversos países. Los datos corroboran que la independencia del banco central efectivamente se corresponde con una inflación más baja y estable.

Aplicación de la política monetaria

Un banco central modifica su política monetaria variando el tamaño de la oferta de dinero, generalmente al intercambiar deuda pública a corto plazo con el sector privado mediante operaciones de mercado abierto. Si la Reserva Federal compra o toma en préstamo letras del Tesoro en poder de los bancos comerciales, agregará efectivo a las cuentas de reservas que los bancos tienen que mantener en esa entidad, ampliando así la oferta monetaria. El efecto contrario se logrará vendiendo o prestando a los bancos títulos del Tesoro.

A lo largo de los años varios países han fijado metas explícitas de expansión monetaria, pero esa estrategia es mucho menos frecuente porque ahora la correlación entre dinero y precios es más difícil de medir. Muchos bancos centrales han adoptado en cambio una meta de inflación, por sí sola o combinada con metas implícitas de crecimiento o empleo.

Al hacer declaraciones públicas acerca de la política monetaria, el banco central suele referirse a las tasas de interés deseadas, y no a una masa monetaria específica. Los bancos centrales tienden a concentrarse en una “*tasa de política monetaria*”, por lo general la tasa a corto plazo, a un día, que los bancos cobran por los fondos que se prestan entre sí. La tasa cae cuando el banco central inyecta dinero en el sistema comprando o tomando en préstamo títulos valores, o sea, cuando *relaja* la política monetaria, y tiende a subir cuando *endurece* la política absorbiendo reservas. La idea es que las variaciones de la tasa de política monetaria se transmitan a las demás tasas de interés pertinentes de la economía.

Mecanismos de transmisión

La modificación de la política monetaria incide mucho en la demanda agregada y, por ende, en el producto y los precios. Los mecanismos de transmisión a la economía real son diversos (Ireland, 2008).

El más conocido es el *canal de la tasa de interés*. Cuando el banco central endurece la política monetaria, el costo del endeudamiento aumenta, los consumidores evitan comprar bienes que normalmente financiarían —como viviendas o automóviles— y las empresas tienden a realizar menos inversiones de capital. Esta reducción de la actividad económica implicaría una menor inflación, porque una caída de la demanda generalmente hace caer los precios.

Pero un alza de las tasas también tiende a disminuir el patrimonio neto de las empresas y de las personas —el *canal del balance*— y por ende su calificación para obtener préstamos a cualquier tasa de interés, lo que a su vez reduce el nivel de gasto y la presión sobre los precios. Además, cuando las tasas suben, los bancos son en general menos rentables y por lo tanto están menos dispuestos a prestar (el *canal del crédito bancario*). Las tasas altas suelen provocar una apreciación de la moneda, porque crece su demanda por parte de inversionistas extranjeros en búsqueda de mayores rendimientos. A través del *canal del tipo de cambio* se reducen las exportaciones, que se vuelven más costosas, y crecen las importaciones, cuyo costo baja. A su vez, el PIB se contrae.

La política monetaria influye también en la inflación por la vía de las expectativas, mediante un efecto de profecía autocumplida. Muchos contratos de salarios y precios se conciertan de antemano, en función de las proyecciones de inflación. Al elevar las tasas de interés y anunciar alzas ulteriores, las autoridades pueden convencer al público de que están resueltas a mantener la inflación bajo control. Los contratos a largo plazo contemplarán entonces aumentos más moderados de salarios y precios, lo que a su vez mantendrá baja la inflación real.

Cuando las tasas no pueden bajar más

En los últimos dos años los bancos centrales del mundo han reducido fuertemente su tasa de política monetaria —llevándola en algunos casos a cero— y han agotado el margen para nuevas reducciones. Pero aun así han encontrado maneras no convencionales de seguir distendiendo la política.

Al comprar grandes cantidades de instrumentos financieros en el mercado —*distensión monetaria cuantitativa*— el banco central aumenta el tamaño de su balance e inyecta nuevos fondos en la economía. Los bancos obtienen más reservas (depósitos en el banco central) y crece la oferta monetaria.

La *distensión del crédito* también puede incrementar el balance del banco central, pero centrándose más en su *composición*, es decir, en el tipo de activos adquiridos. Cuando la crisis actual paralizó muchos mercados crediticios, obstaculizando el canal de la tasa de interés, los bancos centrales respondieron con medidas dirigidas específicamente a esos mercados. La Reserva Federal creó una línea especial para adquirir papeles comerciales (deuda empresarial a muy corto plazo) a fin de garantizar el acceso de las empresas a capital de trabajo, y compró títulos con garantía hipotecaria para sostener el financiamiento de la vivienda.

Algunos sostienen que la distensión del crédito aproxima demasiado la política monetaria a una política industrial, porque el banco central garantiza un flujo de financiamiento para determinados segmentos del mercado. Pero la distensión monetaria cuantitativa no es menos controvertida: supone comprar un activo más “neutral”, como la deuda pública, pero lleva al banco central a financiar el déficit fiscal, lo que podría poner en duda su independencia.

Ahora que la economía mundial parece estar recuperándose, la principal preocupación es trazar una estrategia de salida que permita a los bancos centrales replegar sus intervenciones extraordinarias y endurecer la política monetaria para evitar que la inflación se convierta en un problema.

Koshy Mathai es el Representante Residente del FMI en Sri Lanka.

Referencia:

Ireland, Peter N., 2008, “*Monetary Transmission Mechanism*”, en *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume, compiladores (Houndmills, Basingstoke, Reino Unido: Palgrave MacMillan, segunda edición).



Llamada al crecimiento

Los dispositivos portátiles están permitiendo a las economías incipientes saltarse una generación de desarrollo

Hombre utilizando un teléfono celular en Rajastán, India.

LA TELEFONÍA celular permite a los países en desarrollo saltarse una etapa anteriormente inevitable: crear un servicio nacional de correos y un sistema de telecomunicaciones terrestres. La caída del costo por unidad, la facilidad de uso y el creciente alcance de esta telefonía les permiten “saltar” una fase de la evolución económica que requería varias décadas.

Los teléfonos celulares están revolucionando los procesos que conforman el desarrollo económico. Estos dispositivos portátiles de comunicación personal, relativamente baratos, ofrecen enormes posibilidades a los agentes de desarrollo más básicos, convirtiendo a antiguos funcionarios que utilizaban información externa vaga y remota en personas con capacidad de tomar decisiones clave y con acceso directo a los datos que necesitan.

En menos de una generación, la telefonía celular ha transformado la agricultura, el *marketing*, la pesca, la logística del transporte, el riego, la banca y la pequeña empresa de los países en desarrollo. Pero el costo inicial y el riesgo de la instalación de redes de telefonía celular en estos países son muy elevados. En este artículo, Olivier Lambert examina en primer lugar cómo se posibilita y apoya la inversión extranjera directa en los sectores de telecomunicaciones de estos países. A continuación, Elizabeth Littlefield se centra en la funcionalidad de la telefonía celular con quizás el mayor potencial multiplicador del desarrollo: la banca móvil. Cuando la inversión en el sector de las telecomunicaciones esté asegurada y los agentes económicos a pequeña escala dispongan de acceso fácil y móvil al catalizador de la intermediación financiera, el desarrollo se acelerará.

Atajos, pero con un costo

Olivier Lambert

UNA VENTAJA del desarrollo “a saltos” es que un país puede saltar u omitir etapas de evolución económica o tecnológica que anteriormente eran un paso obligado para las economías en proceso de industrialización. Actualmente, las economías mayormente rurales y exportadoras de materias primas pueden instalar de golpe y a gran escala los sistemas de comunicaciones más avanzados. Sin embargo, el desarrollo incremental tradicional conllevó requisitos de financiamiento igualmente incrementales y graduales. La desventaja del desarrollo “a saltos” es que requiere importantes inversiones iniciales de capital y en infraestructura, mucho antes de que se obtengan beneficios. Por eso, las garantías de las inversiones cobran mucha importancia.

Después de casi una década de conflictos e inestabilidad política, Guinea-Bissau, en África occidental, es uno de los países más pobres del mundo. La guerra civil y un golpe de Estado han dejado

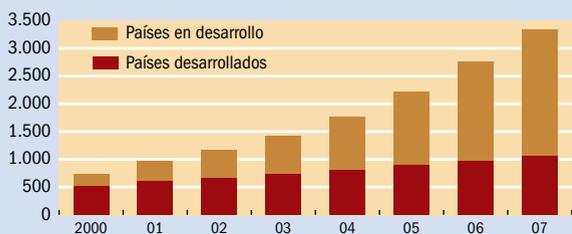
un legado de infraestructuras físicas deterioradas, una capacidad administrativa y de implementación de políticas débil, déficits fiscales insostenibles y una gran dependencia de las donaciones de otros países. Pero es un país limítrofe con un vecino más estable y próspero: Senegal. El operador de telecomunicaciones senegalés Sonatel invirtió US\$25,8 millones en una red celular completamente digital en Guinea-Bissau que comenzó a funcionar en mayo de 2007. Sonatel contó con un socio para esta empresa: el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA), la rama de seguros de riesgo político del Banco Mundial.

El MIGA garantizó a Sonatel su participación en el capital y los préstamos de los accionistas a su filial Orange Bissau. Los riesgos de restricción de transferencias, expropiación, guerra y disturbios civiles e incumplimiento de contrato de Sonatel están cubiertos. La inversión se destinó a una red de telefonía celular, así como a teléfonos públicos y servicios de Internet esenciales para Guinea-Bissau, donde la inversión ha escaseado desde hace mucho tiempo. A finales de 2008, la red tenía 60.000 abonados.

Nuevas redes

El mercado de la telefonía celular es especialmente importante para los países en desarrollo, de donde vendrán casi todos los nuevos abonados en los próximos años.

(Abonados a la telefonía celular en países en desarrollo y desarrollados, en millones)



Fuente: Unión Internacional de Telecomunicaciones (UIT), base de datos de TIC/telecomunicaciones mundiales.

Un estudio del Banco Mundial (2009b) confirma que las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) son un vehículo para el desarrollo, y señala la importancia de las comunicaciones móviles en las zonas rurales, con casi la mitad de la población mundial y el 75% de los pobres. “La movilidad, facilidad de uso, flexibilidad de instalación y costo de distribución relativamente bajo de la tecnología inalámbrica ha permitido llegar a poblaciones rurales con bajos niveles de renta y alfabetización. Los próximos mil millones de abonados serán los pobres de las zonas rurales”.

La Generación M

La telefonía celular es especialmente importante en los países en desarrollo, que tendrán casi la totalidad de nuevos abonados en los próximos años (gráfico y recuadro 1). El MIGA ha apoyado inversiones en Benin, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Malí, Mauritania, Nigeria, la República Centroafricana y Sierra Leona.

A la República Centroafricana, penúltimo entre los 181 países de la lista 2009 *Doing Business* del Banco Mundial sobre la facilidad para hacer negocios, le ha sido difícil atraer inversión extranjera. En 2008, el MIGA garantizó US\$37,9 millones para la instalación, el funcionamiento y el mantenimiento de una red nacional de telecomunicaciones. La garantía cubre el 90% de la participación de los inversionistas y la protege frente a riesgos de restricción de transferencias, expropiación, guerra y disturbios civiles e incumplimiento de contrato. Es un proyecto vital para el desarrollo económico de un país sin salida al mar en el que menos del 1% de la población tiene acceso a un teléfono fijo. Los abonados se beneficiarán del acceso, la fiabilidad del servicio y la reducción de costos derivados de la competencia y la diversidad de productos (recuadro 2). En menos de un año, la red Orange Centrafrique contaba con 127.000 abonados, lo que indica la avidez del consumo. ■

En un banco móvil cerca de usted

Elizabeth Littlefield

LOS TELÉFONOS celulares pueden servir como plataforma para integrar directamente a los ciudadanos de un país al sistema financiero y al proceso de desarrollo económico. Las instituciones financieras ofrecen actualmente sistemas de banca móvil que permiten a los clientes transferir fondos entre empresas y fa-

Recuadro 1

Desarrollo portátil

Hace solo una década, todavía había países que no disponían de ningún servicio móvil. Desde entonces, la cobertura de la telefonía inalámbrica ha envuelto al planeta. Los abonados a la telefonía celular se han disparado desde 1.000 millones en 2002 hasta 4.100 millones a finales de 2008, abarcando más de la mitad de la población mundial. El crecimiento más rápido se ha producido en países de bajo ingreso. En África, la penetración de la telefonía celular ha pasado del 2% a principios de siglo al 28% de la población.

El Banco Mundial (2009b) afirma que este crecimiento se debe principalmente a las nuevas tecnologías inalámbricas y la liberalización de los mercados de las telecomunicaciones, que han permitido instalar redes con mayor rapidez y menor costo. El número total de teléfonos celulares en el mundo ha sobrepasado al de teléfonos fijos en 2002 y ya representa la mayor plataforma de distribución del mundo.

Recuadro 2

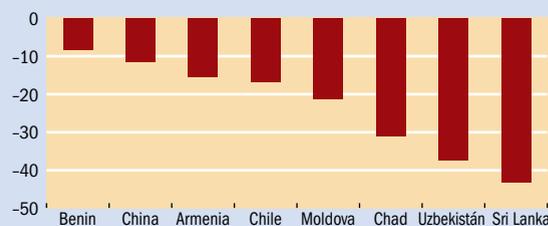
Conversaciones más baratas

El precio del acceso a las TIC sigue cayendo, debido a los avances tecnológicos, al crecimiento del mercado y al aumento de la competencia, una tendencia de especial importancia que permite a los países en desarrollo aprovechar las ventajas de estos servicios. El Banco Mundial (2009b) señala que, en los últimos años, las considerables reducciones de precios han contribuido a la rápida expansión del uso de la telefonía celular en numerosos países (gráfico). El aumento del uso del servicio prepago permite a los clientes realizar pagos en pequeñas cantidades, en lugar de comprometerse a pagar cuotas mensuales fijas, lo que ha aumentado el índice de penetración en zonas pobres y rurales.

Buena cobertura

En los últimos años, la reducción de precios ha contribuido a la rápida expansión del uso de la telefonía celular en muchos países.

(Variación porcentual anual media del precio de los servicios de telefonía celular)



Fuente: Unión Internacional de Telecomunicaciones (UIT), base de datos de TIC/telecomunicaciones mundiales.

Nota: La cesta de precios de telefonía celular se basa en la definición de usuarios de bajo nivel de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y se calcula según el precio de 25 llamadas prepagadas al mes dentro de la misma red celular, a otras redes celulares y de celular a fijo en horas punta, fuera de ellas y en fin de semana.

milias, reduciendo drásticamente los costos de las transacciones. Hace 10 años, la banca móvil podría haber significado furgonetas que actuaban como sucursales sobre ruedas. Hoy en día, banca móvil significa teléfonos celulares y otros dispositivos inalámbricos que ofrecen servicios de transacciones básicas en todos los continentes.

Las necesidades financieras de los hogares más pobres son más complejas de lo que muchos piensan. Ahorran al comprar

materiales de construcción o ganado, consiguen adelantos de almacenes o funerarias, reciben remesas de dinero y depositan fondos con sus vecinos. Collins *et al.* (2009) demuestran que los hogares de Bangladesh utilizan al menos cuatro servicios financieros formales e informales, y un tercio utiliza más de 10 servicios. La mayoría de ellos incómodos, caros y arriesgados.

La tecnología promete abaratar la prestación de servicios, haciéndola más segura y cómoda para los pobres y viable desde el punto de vista comercial. Los jefes de hogar que solían llevar dinero en efectivo de los mercados urbanos a sus pueblos pueden ahora enviarlo por el celular, ahorrando tiempo y dinero. Ahora los viajeros pueden guardar su dinero en el celular y retirarlo en su lugar de destino, sin riesgo de ser robados.

Hoy en día, la banca virtual es una forma de llegar a zonas rurales y remotas. Los corresponsales o agentes en oficinas de correos, estaciones de servicio o negocios familiares permiten convertir mensajes electrónicos de teléfonos o tarjetas con dispositivos de punto de venta en dinero en efectivo para los pobres. La tecnología y los modelos que permiten comercializarla se están desarrollando al mismo tiempo. Según un estudio del Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre (CGAP, por sus siglas en inglés), un centro de investigación y políticas independiente con sede en el Banco Mundial, en el mundo hay más de mil millones de personas que tienen teléfono celular pero no cuenta bancaria. El estudio, realizado en 147 países con la asociación Groupe Spéciale Mobile, calculó que hasta 360 millones de personas de bajo ingreso y sin cuenta bancaria podrían utilizar servicios financieros a través de telefonía celular en 2012. Los operadores de redes de telefonía celular son conscientes de ello, y están motivados por la saturación de los mercados ricos y la reducción de ingresos por usuario en los países más pobres. Saben también que la banca por telefonía celular reduce la probabilidad de que el cliente cambie de proveedor.

Más fácil, rápido, barato y seguro

El mayor éxito de adopción de tecnología hasta la fecha ha sido la red de M-PESA en Kenia, que ha alcanzado más de 6,5 millones de clientes en algo más de dos años. Es el método para mover dinero preferido por el 50% de los kenianos. Cada día se transfieren, en promedio, 150 millones de chelines kenianos (US\$1,96 millones) a través de la red, la mayor parte en pequeñas transacciones de algo más de 1.500 chelines (US\$20) cada una. El CGAP y Financial Sector Deepening Kenya —una organización no gubernamental— indican que los usuarios prefieren la rapidez, la facilidad de acceso y la seguridad de la red a otras alternativas. Pero el factor determinante quizá sea el costo, un 45% inferior a la alternativa más barata. Para enviar US\$25, la oficina de correos cobra un 5% y Western Union 57,5%, mientras que la tarifa de M-PESA es un 2,8%. En otras palabras, el uso de M-PESA pone semanalmente US\$4 millones en manos de los kenianos pobres.

Sin embargo, menos del 10% de los clientes por telefonía celular son en realidad clientes pobres o nuevos en la banca y hacen algo más que pagos y transferencias. La mayoría de las nuevas ofertas, especialmente las procedentes de los bancos existentes, han servido para facilitar a los clientes existentes el pago de facturas y descongestionar las sucursales. Para llegar a clientes nuevos y pobres con una gama más amplia de servicios financieros

móviles será necesario incorporar sus preferencias en el diseño, el precio y las estrategias de *marketing* de los productos. El *software* debe ser intuitivo en distintos entornos culturales, y el *hardware* debe ser práctico en entornos rurales con escasez de electricidad.

Es improbable que se produzcan mayores suscripciones a la banca móvil sin comerciantes que actúen como agentes. Los incentivos de estos son las comisiones y, probablemente, un mayor tráfico de clientes en el negocio. Las comisiones de la banca móvil para los comerciantes siguen siendo muy inferiores a las de otros productos. El margen de los agentes filipinos en la venta de pasta de dientes es del 10% al 12%, pero solo del 1% al 3% en las transacciones de efectivo de banca móvil. Pero la experiencia de otros países hace pensar que, a medida que despegue la banca móvil, el volumen y el importe de las operaciones compensarán con creces la diferencia.

La función de las autoridades

Los gobiernos consideran cada vez más la convergencia de la banca y la tecnología como una oportunidad de ampliar el acceso a las finanzas. Al regulador se le plantean cinco cuestiones clave.

- Permitir a agentes que no sean bancos, como negocios locales, ofrecer servicios de giro y retiro de efectivo a sus clientes. De los países que permiten el uso de agentes, se estima que el 65% *permite a estos gestionar depósitos*.
- Adoptar medidas contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo basándose en los riesgos. Muchos países ya permiten a los agentes *verificar los antecedentes de los clientes*.
- Determinar la *función de los actores no bancarios* en la emisión de dinero electrónico y el procesamiento de pagos electrónicos.
- Proteger a los consumidores de los nuevos riesgos que presentan los modelos comerciales de *banca sin oficina*.
- *Desarrollar políticas de competencia* que promuevan la innovación y protejan al cliente de los monopolios abusivos.

En cada vez más países, la tecnología está revolucionando la forma en que se proporcionan los servicios financieros básicos. Para que todos los pobres se beneficien del acceso tecnológico a estos servicios es necesario trabajar en distintos niveles. Pero la facilidad de la participación, el aumento de la penetración y factores económicos irresistibles ya han asegurado la utilización permanente de la telefonía celular como ayuda para el desarrollo. ■

Olivier Lambert dirige el Sector de Telecomunicaciones del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones, del Banco Mundial. Elizabeth Littlefield preside el Consejo de Administración del Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre, del Banco Mundial.

Referencias:

- Banco Mundial, 2009a, Doing Business 2009 (Washington).
- , 2009b, Information and Communication for Development 2009: Extending Reach and Increasing Impact (Washington).
- Collins, Daryl, Jonathan Morduch, Stuart Rutherford y Orlanda Ruthven, 2009, Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Unión Internacional de Telecomunicaciones, www.itu.int
- Wireless Intelligence, www.wirelessintelligence.com

Cumplir con los *cambios*

El FMI creó un nuevo marco de apoyo para países de bajo ingreso

Edward Gemayel y Samar Maziad

AL EXTENDERSE la crisis financiera mundial de los países desarrollados a los países en desarrollo, el FMI inició una reforma sin precedentes de su política hacia los países de bajo ingreso que culminó en el anuncio de importantes recursos frescos, apuntalados por nuevos instrumentos de crédito.

Esta amplia campaña ha transformado el vínculo entre el FMI y los países que se esfuerzan por superar el efecto de una crisis que no gestaron. La iniciativa, que refleja las consultas directas realizadas con países de bajo ingreso, responde al pedido de los jefes de Estado del Grupo de los Veinte países industriales y de economías emergentes (G-20) de obrar sin demora para atender las necesidades del mundo en desarrollo.

La reforma incrementó considerablemente los recursos financieros a disposición de los países de bajo ingreso, reorganizó el marco de créditos del FMI, racionalizó la condicionalidad, redujo a cero el interés sobre préstamos concesionarios hasta 2011 y aumentó la concesionalidad en forma permanente.

Apoyo amplio

En los últimos 20 años, los países de bajo ingreso utilizaron ampliamente los servicios concesionarios del FMI y la mayoría logró mejoras notables en su desempeño macroeconómico, así como altas tasas de crecimiento. De hecho, de los 78 países que hoy pueden acceder al Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (SCLP), cuatro quintos recibieron financiamiento del FMI y tres cuartos recibieron apoyo en el marco de ese servicio o su predecesor. Durante 2000–07, los países de bajo ingreso que han mantenido una relación continua con el FMI (10 años o más) presentaron un alto crecimiento medio del PIB real del 5,3%, apoyado por una inversión extranjera directa equivalente al 4,2% del PIB y flujos de ayuda del 12% del PIB, con una inflación media del 6,9% y una carga media de la deuda inferior al 40% del PIB en 2007.

Pero la actual crisis financiera amenaza con socavar los avances que muchos países de bajo ingreso han logrado a base de gran esfuerzo. Esta crisis, que se originó en las economías avanzadas y se propagó a las emergentes, amenaza ahora en su tercera oleada los notables logros económicos que alcanzaron muchos países de bajo ingreso en la última década. Este año, un estudio del FMI sobre el efecto que tuvo la crisis en dichos países advirtió que la misma, unida a la escalada de los

precios de los combustibles y los alimentos en 2008, aumentó considerablemente las necesidades de financiamiento, que de no ser atendidas sumirían a millones de personas de esos países en una pobreza aún peor. La comunidad internacional, incluido el FMI, se mostró decidida a impedirlo.

En este marco, el FMI ha reconsiderado varios aspectos de su apoyo financiero a países de bajo ingreso y, como resultado, el 23 de julio de 2009 el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un histórico programa de reformas para mejorar los servicios financieros concesionarios dirigidos a estos países.

Cumplir las promesas

Al adoptar estas medidas, el FMI transformó su vínculo con los países de bajo ingreso y respondió directamente al consenso internacional sobre cómo actuar ante la crisis. En marzo de 2009, el Presidente de Tanzania, Jakaya Kikwete, el Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, y el ex Secretario General de la ONU, Kofi Annan, convocaron a una conferencia en Dar-es-Salaam para tratar estas cuestiones. En la reunión, el FMI se comprometió a reforzar el apoyo a los países de bajo ingreso, incrementando el financiamiento, la flexibilidad y el diálogo sobre política económica, y ampliando la voz de esos países en el FMI. Estos compromisos se expresaron en la Cumbre del G-20 celebrada en Londres en abril de 2009, en la que Strauss-Kahn pidió a los donantes que facilitarían un importante incremento del crédito concesionario del FMI. El FMI cumplió estas promesas al adoptar recientemente el amplio programa de reformas.

Las reformas, que flexibilizarán los instrumentos crediticios del FMI y los adaptarán a la creciente diversidad de los países de bajo ingreso, se centran en cuatro pilares:

- Incrementar los recursos disponibles para dichos países.
- Mejorar las condiciones de financiamiento y aumentar en forma permanente la concesionalidad.
- Reestructurar y flexibilizar los instrumentos de préstamos a esos países.
- Hacer más hincapié en el crecimiento y la reducción de la pobreza.

Importante incremento del nivel de recursos. En los meses previos a la aprobación de la nueva estructura por parte del Directorio Ejecutivo, el FMI adoptó medidas para aumentar copiosamente su asistencia a los países de bajo ingreso. El organismo resolvió incrementar sus recursos concesionarios, de aquí a 2014, en un monto de hasta US\$17.000 millones,

incluidas las ventas de oro. Se espera que en 2009 y 2010 el crédito para estos países alcance un monto anual de US\$4.000 millones, frente a los US\$1.200 millones concedidos en 2008, superando así los US\$6.000 millones adicionales que pedía el G-20 para los próximos dos o tres años. El límite del monto de financiamiento anualizado que cada país puede obtener del FMI prácticamente se duplicó.

Además, los países miembros también respaldaron una asignación de derechos especiales de giro (DEG) de US\$250.000 millones, que se distribuirán en función de sus cuotas. Esto se traduciría en una asignación para los países de bajo ingreso de más de US\$18.000 millones de DEG, que servirá para reforzar sus reservas de divisas y aliviar sus limitaciones de financiamiento.

Pero para que el FMI cumpla los nuevos compromisos de financiamiento se deben recaudar US\$14.000 millones de DEG entre los actuales y posibles prestamistas bilaterales. A este fin se inició una importante campaña de recaudación para movilizar los recursos necesarios. Además, se movilizarán US\$2.800 millones para subsidios, utilizando para ello recursos internos del FMI, incluidos los provenientes de la venta de oro prevista, y aportes bilaterales para ayudar a cubrir el costo de las tasas de interés concesionarias.

Nuevos servicios flexibles. La decisión del Directorio adoptada en julio también reestructuró los servicios del FMI para países de bajo ingreso, a fin de aumentar su eficacia y flexibilizar los instrumentos de crédito concesionario y adaptarlos mejor a la creciente diversidad de los países miembros más pobres. Estos cambios reconocen que si bien muchos países de bajo ingreso deberán seguir recurriendo a los programas del FMI en forma continua, es posible que cada vez más de ellos requieran respaldo solo durante episodios especialmente difíciles (como la crisis actual), o que estimen prudente quedar habilitados en forma anticipada para recibir asistencia en un eventual caso de necesidad. La nueva estructura también instaura un instrumento único de financiamiento limitado para países que enfrentan diversos tipos de emergencias, lo que simplifica la batería de herramientas del FMI y subsana las deficiencias de la estructura anterior. Estas reformas se basan principalmente en las opiniones de los países de bajo ingreso y responden a sus necesidades cambiantes y diversas.

Esta nueva estructura, creada en el marco del nuevo Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza, comprende los siguientes servicios:

- El *Servicio de Crédito Ampliado* (SCA), sucesor del SCLP, que le permitirá al FMI ofrecer en forma continua financiamiento y programas para países con problemas persistentes de balanza de pagos.
- El *Servicio de Crédito Stand-By* (SCS), similar a los acuerdos *Stand-By* a disposición de todos los países miembros, brindará asistencia financiera y en materia de política económica a países de bajo ingreso con necesidades a más corto plazo o puntuales de diverso tipo. También permite el uso precautorio, en los casos de necesidades de financiamiento potenciales.
- El *Servicio de Crédito Rápido* (SCR) brindará financiamiento limitado ante necesidades urgentes, con menor con-

dicionalidad. Es particularmente útil cuando un país solo necesita financiamiento a corto plazo o cuando su capacidad para aplicar políticas es limitada.

Además de estos servicios, el Instrumento de Apoyo a la Política Económica (IAPE) seguirá siendo el instrumento no financiero de respaldo a las políticas de los países de bajo ingreso, que facilitará el acceso al SCS y el SCR de ser necesario.

Diversas opciones. Estos cambios permiten a los países elegir el servicio más adecuado para sus problemas. Por ejemplo, Mozambique y Tanzania lograron estabilidad macroeconómica y un gran crecimiento en el marco de sucesivos programas con respaldo del SCLP. Luego, ambos países optaron por un IAPE para consolidar sus avances sin recurrir al financiamiento del FMI. Pero cuando arreció la crisis financiera mundial, ambos países recurrieron, como muchos otros, a la asistencia financiera del FMI mediante el Servicio para Shocks Exógenos. En el marco de la nueva estructura, los dos países podrían, por ejemplo, recurrir al SCS en circunstancias económicas similares. Y también podrían utilizarlo en forma precautoria en caso de una necesidad financiera posible pero no inminente.

Modernización de las condiciones de crédito

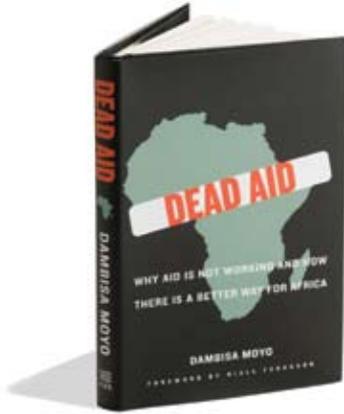
Condicionidad más flexible. Estos nuevos servicios fueron precedidos este año por la decisión del FMI de flexibilizar la condicionidad estructural en todos sus programas, concentrándose más en metas básicas acordes con las circunstancias de cada país y concediendo una mayor libertad en la adopción de las políticas necesarias.

Mejorar las condiciones financieras y la concesionalidad. Ante los graves trastornos económicos derivados de la crisis, los países de bajo ingreso también recibirán un alivio excepcional en todos los pagos de intereses correspondientes a préstamos concesionarios activos adeudados al FMI hasta fin de 2011. De hecho, se aplicará una tasa de interés de cero hasta fin de 2011. Además, a partir de entonces, el interés sobre estos tres servicios se revisará regularmente bajo un mecanismo que permite incrementar la concesionalidad ofrecida por el FMI.

Hacer más hincapié en la reducción de la pobreza. La nueva estructura, con sus tres servicios, seguirá atribuyendo gran importancia al crecimiento y el alivio de la pobreza. Los países que soliciten el respaldo del FMI deben indicar la forma en que su programa económico promueve ambos aspectos. Asimismo, las estrategias para reducir la pobreza propias de cada país seguirán siendo la base de la continuidad de los programas del FMI en el marco del SCA. En la medida de lo posible, los programas incluirán metas específicas para salvaguardar el gasto social y otros gastos prioritarios. Hasta ahora, los programas del FMI han contemplado el aumento del déficit fiscal en la mayoría de los países de bajo ingreso para compensar el efecto adverso de la actual crisis. Además, muchos programas ya incluyen metas específicas para preservar o aumentar el gasto social. ■

Edward Gemayel y Samar Maziad son Economistas en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

La tesis de una rigurosa predicadora



Dambisa Moyo

Dead Aid

Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa

Farrar, Straus & Giroux, Nueva York, 2009, 188 págs., US\$24.00 (rústica).

AL CONTRARIO de lo que usted pueda haber escuchado, en el muy debatido ataque que Dambisa Moyo hace al sistema de ayuda nunca se propone que toda la ayuda cese en un plazo de cinco años. Moyo efectivamente se plantea las consecuencias de recortar rápidamente toda la ayuda, pero en la página 76 aclara su recomendación: utilizarla para fomentar mecanismos de financiamiento no concesionarios, reduciéndola poco a poco hasta alcanzar un “mundo libre de ayuda”.

Para evaluar si el libro resulta convincente hay que entender que no discute cómo se debe desarrollar África, sino qué mecanismos de *financiamiento* producen los mejores resultados en términos de desarrollo. Moyo define la ayuda como la transferencia sistemática de dinero a los gobiernos, a través de donaciones o préstamos concesionarios, sin incluir la asistencia humanitaria, de emergencia y de caridad proporcionada directamente a los necesitados. Su propósito es demostrar que la ayuda, así definida, no amplía mucho las oportunidades económicas para el africano común, y que solo un conjunto de mecanismos alternativos de financiamiento para el desarrollo lo haría.

Al terminar el libro me quedan tres conclusiones: su contribución más convincente y menos original es la condena

al sistema de ayuda; la más original y menos convincente es su propuesta para replazar el sistema de ayuda; pero la principal importancia del libro radica no en su contenido, sino en su autora.

En primer lugar, el libro ataca sin miramientos varios mitos y profundas fallas del sistema de ayuda. En general, estas críticas son correctas hasta cierto punto; las fallas están bien documentadas y son importantes. Los donantes no tenían argumentos sólidos para aplicar lo aprendido del plan Marshall, que permitió reconstruir a una Europa rica, a la transformación de un continente pobre. Con mucha frecuencia los donantes no han creado mecanismos que castiguen de manera certera y creíble el mal uso de los fondos de ayuda, o que limiten de manera fiable su flujo a los regímenes corruptos. La más reciente crisis de la deuda obedeció no tanto a la falta de altruismo de los donantes para condonar la deuda sino al hecho de que anteriores rondas de condonación no atacaron el problema fundamental. La ayuda motivada por sentimientos de culpa o porque está de moda es incompatible con la exigencia de una rigurosa rendición de cuentas. La industria de la ayuda tiene un claro incentivo para mostrar a África como un continente desamparado y necesitado, una imagen directamente contraria a los esfuerzos por atraer inversión privada.

Estos ataques son, lamentablemente, acertados, pero no originales: ya han sido planteados antes, y muy bien, como lo señala Moyo, en conocidos libros de autores como Peter Bauer, William Easterly, Nicolas van de Walle, Eberhard Reusse y David Sogge. Así que su valor, en este caso, consiste en recordar al mundo en voz alta que muchos aspectos a veces no se discuten en una conversación cortés, pero es urgente retomarlos.

Segundo, el libro propone cuatro modalidades alternativas de financiamiento para el desarrollo de África, convirtiéndose en una lluvia de ideas frescas que invitan a la reflexión; pero falla como modelo de política porque no ofrece suficientes pruebas de que los cambios radicales que recomienda para los mecanismos de financiamiento mejorarán significativamente los resultados en términos de desarrollo. Si tiene razón, no lo prueba.

- Moyo propone que una mayor cantidad de países y empresas africanas obtengan calificaciones de riesgo y acudan a los mercados de bonos privados, pero omite decir que muchos países africanos pobres —entre ellos Benin, Malí y Malawi— ya tienen calificaciones soberanas de Fitch o Standard & Poor's (aunque, como lo observa Todd Moss, estas calificaciones fueron pagadas por donantes). Además, no está plenamente comprobado que la simple calificación de riesgo de los bonos estimule grandes entradas de capital privado. Según Dilip Ratha, las calificaciones de la mayoría de los países podrían estimarse fácilmente a partir de información que se puede obtener gratuitamente, de modo que difícilmente la calificación por sí sola les diga a los inversionistas algo que no sepan ya. Y uno de los dos ejemplos que el libro presenta como éxito en la atracción de financiamiento a gran escala mediante bonos —Gabón (pág. 93)— lamentablemente se sitúa en el 12% inferior de la escala de control de la corrupción según el proyecto *Governance Matters* del Banco Mundial. Esto no encaja precisamente con la tesis estricta del libro de que “el problema es la ayuda” y de que otras formas de financiamiento lo resuelven.

- *Dead Aid* elogia al gobierno chino por promover la inversión extranjera directa (IED) en África, y plantea que otros donantes deberían imitarlo, pero que la ayuda de estos desestimula la IED. Los datos de Moyo que indican que el 78% de los tanzanios consideran que la influencia de China es favorable mientras que solo el 36% piensa lo mismo de Estados Unidos son muy elocuentes. Pero los aplausos para China nos distraen de otras preguntas: ¿Por qué los grandes flujos de ayuda de China que acompañan a su IED no hacen el mismo daño ostensible que produce la otra ayuda? Y si la ayuda occidental ha desestimulado la IED de Occidente, ¿por qué no ha desestimulado la IED china? Habría sido mejor enfocar el debate en los pocos éxitos y grandes desafíos encontrados durante la larga historia de intentos por estimular la IED, como los casos del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones o la Corporación para

la Inversión Privada en el Exterior, de Estados Unidos.

- Moyo recomienda que los países donantes adopten políticas que dejen de perjudicar a las exportaciones de África, entre ellas, la reducción de sus cuantiosos subsidios a productos agrícolas como el algodón y el azúcar. Esto es encomiable, pero existen muy pocos indicios de que la reducción de las barreras comerciales producirá un gran efecto sobre África. Nancy Birdsall, Dani Rodrik y Arvind Subramanian han señalado que la devaluación de 1994 en 14 países africanos —que duplicó de inmediato el valor interno de todas las exportaciones— logró poco en términos de la reducción sostenible de la pobreza de los cultivadores de algodón de África occidental.

- Por último, Moyo recomienda movilizar el capital propio de los africanos, por ejemplo, mediante la expansión del microcrédito y la reducción de los costos de envío de las remesas internacionales de trabajadores.

Estas ideas para el financiamiento, buenas y factibles, merecen más atención, pero tampoco está claro su impacto en el desarrollo. Jonathan Morduch y David Roodman han demostrado con rigor que, pese a la veneración por el microcrédito en los círculos dedicados al desarrollo, son muy escasos los datos sobre la magnitud de sus efectos en la lucha contra la pobreza. Y para que la reducción de unos puntos porcentuales en el costo del envío de remesas tenga efecto palpable sobre los flujos, los países deberán permitir un mayor ingreso de trabajadores africanos, por ejemplo, mediante la aplicación efectiva de los protocolos de jure de la Comunidad Económica de Estados del África Occidental relativos a la movilidad de la mano de obra, o un aumento de las oportunidades de trabajo temporal para africanos en países ricos.

Existen, no obstante, aspectos positivos en las recomendaciones del libro: varios países pequeños podrían recaudar más capital aumentando las emisiones “colectivas” de bonos, que permiten mancomunar el riesgo y reducir las barreras para las transacciones, siguiendo el ejemplo del nuevo Fondo Panafricano para el Desarrollo de la Infraestructura,

de Sudáfrica. Se debe prestar mucha más atención al desarrollo de la infraestructura básica que África requiere para su integración mundial, como la construcción y mantenimiento de carreteras y líneas eléctricas esenciales.

Estas recomendaciones abordan directamente el desafío fundamental del desarrollo de África subsahariana,

El libro se debilita considerablemente por varias afirmaciones demasiado aventuradas frente a los hechos.

cuya economía, con un volumen muy inferior al de la economía de la ciudad de Chicago, está fragmentada en 48 países. La economía de Chicago nunca podría superar eso sin sólidos mecanismos financieros y de otro tipo para unir sus distintos sectores. Los bonos colectivos, carreteras y migración podrían desempeñar este papel en África.

El libro se debilita considerablemente por varias afirmaciones demasiado aventuradas frente a los hechos. Su férrea insistencia en que la ayuda “garantiza el fracaso económico” es difícil de conciliar con el pujante crecimiento real en el último decenio de muchos países africanos en que más del 10% del PIB corresponde a ayuda, entre ellos Ghana, Tanzania, Malí, Burkina Faso, Mozambique y Uganda. Como muchos críticos han señalado, el libro contiene muchos errores lamentables. Por ejemplo, afirma que “la bolsa de ayuda de los donantes de África está disminuyendo poco a poco”, pero la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos reporta que los flujos de ayuda a África subsahariana casi se duplicaron entre 1997 y 2007, pasando de US\$32.000 millones a US\$58.000 millones.

Tercero, pese a sus considerables limitaciones, una razón por la que el libro merece atención es que fue escrito por una africana. Esta observación incontrovertible se anuncia en la primera oración del prólogo, escrito por

el ilustre académico Niall Ferguson. Al igual que *África Must Unite* de Kwame Nkrumah hace medio siglo, *Dead Aid* denuncia profunda y eficazmente las fallas del actual sistema internacional de promoción del desarrollo en África; y también como Nkrumah, expresa una frustración muy real y vigente entre los africanos con respecto al tratamiento que reciben de Occidente, aunque se confunde en las opciones específicas propuestas para subsanar los errores del pasado. Pero el mayor valor de los libros de Nkrumah y Moyo es que aciertan en lo más importante: el desarrollo de África dependerá principalmente de los africanos, y los intentos de extranjeros enfrentan limitaciones inherentes. Estas observaciones son más persuasivas cuando las formula un africano.

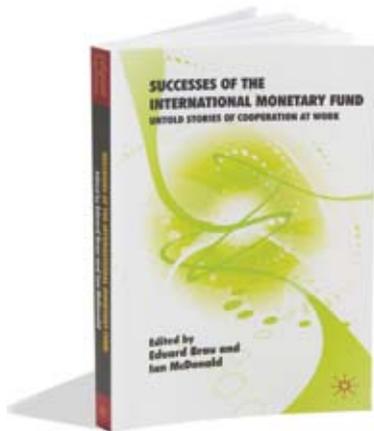
Una de las preguntas más interesantes que plantea el libro, entonces, no se refiere a la forma de financiar el desarrollo de África, sino a la razón por la que en Occidente se ven tan pocos análisis profundos y críticos de la ayuda y el desarrollo escritos o formulados por africanos. Ciertamente existen —como los trabajos de Benno Ndulu, Agustin Fosu, Ngozi Okonjo-Iweala, Andrew Mwenda— pero son demasiado pocos y no muy conocidos en Occidente. Quizá la demanda es limitada: los organismos y editoriales occidentales prefieren autores occidentales. Quizá la oferta es limitada: los africanos inteligentes que quieren avanzar en sus carreras dudan de criticar a los donantes que serán sus clientes o patrocinadores. Quizás existan muchas razones más.

Lo claro es que se necesitan más voces africanas sobre estas cuestiones trascendentales. Este año, las fundaciones Hewlett y Bill y Melinda Gates inauguraron un gran programa de apoyo a 24 centros de investigación en África: un paso importante hacia la eliminación de las barreras entre las ideas de los africanos en materia de desarrollo y el mundo. Espero que el pensamiento crítico que desarrollen contribuya a ampliar mucho más el rol de los africanos en este debate crucial.

Michael A. Clemens

*Investigador
Center for Global Development*

La difícil tarea de autoevaluarse



Eduard Brau e Ian McDonald,
compiladores

Successes of the International Monetary Fund

Untold Stories of Cooperation at Work

Palgrave Macmillan, Nueva York, 2009,
231 págs., US\$34.95 (rústica).

ESTA ES una colección informativa y útil de ensayos de funcionarios del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de otros observadores interesados en el tema. La colección ofrece más argumentos para los que apoyan al FMI que para sus detractores, tanto los de izquierda, que consideran demasiado duras sus recetas de política, como los de derecha, que aducen que el FMI se equivoca en ellas o es demasiado benévolo.

Los seis estudios de caso de la asistencia financiera del FMI corresponden a Corea en 1998, Polonia en 1990–91, Turquía en 2001–02, Tanzania en 1995–2007, Brasil en 2002 y Uruguay en 2002–03. Cada capítulo incluye un comentario de alguien que participó u observó de cerca el programa o la actividad. Los comentarios son valiosos, pero no son críticas completas ni objetivas. Debo aclarar que yo participé, o seguí de cerca, cuatro de los seis casos de países (las excepciones son Tanzania y Uruguay) y todas las actividades.

El principal valor de estos ensayos es que se centran en decisiones trascendentales tomadas por las autoridades

de los países y el FMI. En cinco de los seis casos, el episodio descrito ocurrió tras una secuencia prolongada y poco feliz de programas e interacciones entre el país y el FMI, pero los autores no siempre lo reconocen. Uruguay es la excepción, pero el programa de transición para Polonia también podría clasificarse como tal. Me sorprendió una ironía en el caso de Tanzania. Al FMI se le atribuye el suministro de apoyo financiero por valor de US\$400 millones en 1995–2005 y la condonación del resto de la deuda de Tanzania frente al FMI en 2006.

Tres ensayos sobre otras actividades del FMI son en gran medida descriptivos, pero resultan útiles para quienes no vivieron o no recuerdan claramente lo ocurrido en los años noventa. El ensayo sobre las *Perspectivas de la economía mundial*, del FMI, recuenta su historia desde 1980; pero es más autoelogioso que los demás y por ende menos convincente. En su conjunto, los estudios ilustran la gran variedad de cuestiones económicas, financieras y políticas que supone el apoyo financiero del FMI, y no dejan mayor lugar a pensar que el FMI corta con el mismo patrón el diseño de los programas que reciben su apoyo.

Los ensayos obligan al lector a pensar en el significado de la palabra “éxito” en un programa del FMI. Los compiladores la definen como “un considerable aporte positivo”, un criterio relativamente fácil de cumplir, y al evaluar circunstancias contrafácticas en las que el FMI no concede su apoyo, concluyen que en ellas, las consecuencias económicas y financieras inmediatas para el país, probablemente para sus vecinos y quizás aun para el mundo, habrían sido peores. Plantea también que algunos países podrían haber obtenido apoyo financiero de amigos y aliados, pero sin las reformas de políticas que suscitaron el éxito general.

Un factor implícito, y ocasionalmente explícito, en los ensayos y comentarios es una segunda prueba del éxito del FMI: ¿Podría haber sido mejor el asesoramiento de política del FMI? En casi todos los casos, la respuesta es sí, como suelen anotar

los autores, sobre todo en el caso de Uruguay, pero esa es una prueba demasiado dura para juzgar cualquier respuesta ante una crisis.

El mensaje abrumador de los seis estudios es la importancia de que los países “identifiquen al programa como propio”. Con la excepción de Corea (donde la opinión pública sigue considerando el episodio como la “crisis del FMI” y no la de Corea), las autoridades de cada país lucharon para moldear el programa y lo adoptaron como propio. Aun en el caso de Corea, hasta que el nuevo gobierno no se adueñara del programa, las autoridades financieras de otros países no estuvieron dispuestas a ofrecer más financiamiento a través del FMI que iría a parar en manos de acreedores extranjeros.

El mensaje del libro acerca del FMI en la actual crisis económica y financiera mundial, basado sobre todo en los casos de Brasil y Uruguay, es la importancia de un FMI flexible, dispuesto a asumir riesgos y bien financiado para responder en una escala adecuada a las necesidades y circunstancias de cada país.

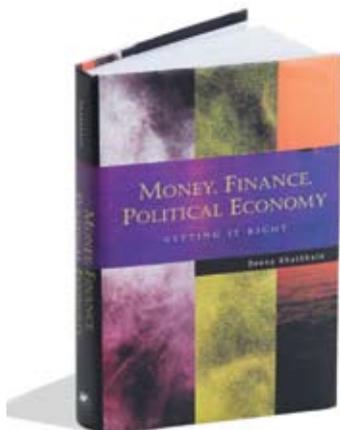
En cuanto a la reforma del FMI, los mensajes en este volumen son un poco desalentadores. El ensayo de Tom Dawson recuerda que los países miembros controlan la transparencia y rendición de cuentas de la institución y, por ejemplo, son quienes determinan en última instancia las reglas que rigen la publicación de los documentos del Directorio Ejecutivo así como, en gran medida, lo que publica el FMI acerca de sus países. Del mismo modo, Charles Enoch, en su ensayo sobre la transparencia de los países, observa que desde la creación de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos, en 1999, los países miembros han estado poco dispuestos a hacerlas más estrictas.

En su conjunto, los autores quizás hayan andado con miramientos, pero ofrecen al investigador de la evolución del FMI información seria sobre esta institución mundial fundamental.

Edwin M. Truman

Investigador, Peterson Institute for International Economics

Adelantado a su tiempo



Deena Khatkhate

Money, Finance and Political Economy

Getting It Right

Academic Foundation, Nueva Delhi, 2009, 385 págs., US\$39.95 (tela).

“L A VIDA se comprende mirando hacia atrás pero se vive mirando hacia adelante”, escribió el filósofo Kierkegaard. Esta colección del trabajo de toda una vida del economista indio Deena Khatkhate puede entenderse como un acto de rebelión contra gran parte de su herencia intelectual: socialismo y planificación central, macroeconomía keynesiana y una visión conflictiva de las relaciones Norte-Sur. Estos ensayos plantean una defensa animada (pero no exenta de críticas) del capitalismo y los mercados, propugnan una macroeconomía tan friedmaniana como keynesiana e instan a un enfoque constructivo para las relaciones entre los países en desarrollo y avanzados.

El último de estos temas se ilustra en un artículo sobre la “fuga de cerebros”—la emigración de trabajadores calificados de los países en desarrollo a países avanzados—, que podría considerarse el mejor de la colección. En este artículo de *F&D* de 1971, Khatkhate desafió la opinión corriente de que la fuga de cerebros era mala, una forma de ayuda de los países pobres a los ricos, y demostró

que, puesto que la mayor parte de la emigración ocurría de países en desarrollo con un claro exceso de oferta de trabajadores calificados, en realidad era una válvula de protección social para esos países. Y al estimular la “fertilización cruzada de ideas” entre trabajadores calificados de países pobres y ricos, la fuga de cerebros podría considerarse una “inversión deseable”.

Existen ejemplos de que esta predicción se ha cumplido, como el éxito de la exportación de *software* desde países como India, Irlanda e Israel a países más avanzados. Ashish Arora, profesor en la Universidad Carnegie-Mellon, ha demostrado que este éxito obedece en parte al “ejército de reserva de ingenieros y científicos subempleados en estos países [que] habían emigrado anteriormente a Estados Unidos y al Reino Unido”. Gracias a su trabajo en el exterior, esta diáspora aprendió las prácticas comerciales de sus futuros clientes, convirtiendo la fuga en una ganancia de cerebros, como lo predijo Khatkhate.

Entre otros ensayos sobre las relaciones Norte-Sur está uno sobre “conflicto y cooperación en el sistema monetario internacional”. Escrito en 1987, prevé muchas de las reformas que se han adoptado o están al frente del temario en el FMI y otros organismos internacionales, como el hecho de dar “más voz” al Sur en las decisiones. Sin duda Khatkhate fue uno de los muchos que hacían estas sugerencias; pero, como lo señala en el prefacio, “recibí algunas críticas” por este artículo puesto que en ese momento era funcionario del FMI. Tras dos décadas de servicio, Khatkhate dejó el FMI y se convirtió en editor de la revista académica *World Development*.

Antes de ingresar al FMI, Khatkhate trabajó de 1955 a 1968 en el Banco de Reserva de India. No es raro, por consiguiente, que un segundo tema importante de los ensayos sea la función de las políticas macroeconómicas y financieras en la promoción del crecimiento económico. En la década de 1950, el keynesianismo recomendaba que los países en desarrollo mantuvieran déficits fiscales para promover el crecimiento.

La idea era que, como existían recursos subempleados en estas economías, el elevado gasto del gobierno podría emplear esos recursos sin crear inflación. No obstante, Khatkhate reconoció que los resultados negativos producidos por este aumento lo convencieron de que “todo lo que se produjo con los altos niveles de déficit

Estos ensayos plantean una defensa animada (pero no exenta de críticas) del capitalismo y los mercados.

fiscal fue inflación y reducción del ingreso, el ahorro y la inversión”. Las opiniones de Khatkhate sobre política monetaria también se apartaban del punto de vista keynesiano de los años sesenta, que destacaba la necesidad de reglas para guiar al banco central y no darle demasiada discrecionalidad.

Un tercer tema es la batalla entre la prédica y la realidad del socialismo y la planificación central. Khatkhate culpó al socialismo de buscar crecimiento y equidad sin lograr ni lo uno ni lo otro. El verdadero problema de los países en desarrollo, dijo, no es tanto la desigual distribución del ingreso sino la “mejora del nivel de vida de toda una masa de población, que solo es posible con un rápido crecimiento económico”. Estas opiniones distaban mucho de la corriente cuando Khatkhate las escribió en 1978. Pero él tampoco es un defensor inmovible del capitalismo y el mercado libre. Por ejemplo, con respecto a la libre movilidad del capital, sus opiniones se parecen a las de su compatriota Jagdish Bhagwati, que predica cautela, en vista de que una liberalización acelerada puede contribuir a las crisis financieras.

Charles Collyns y
Prakash Loungani

Subdirector y Asesor, respectivamente,
del Departamento de Estudios del FMI

Flujos en Europa oriental

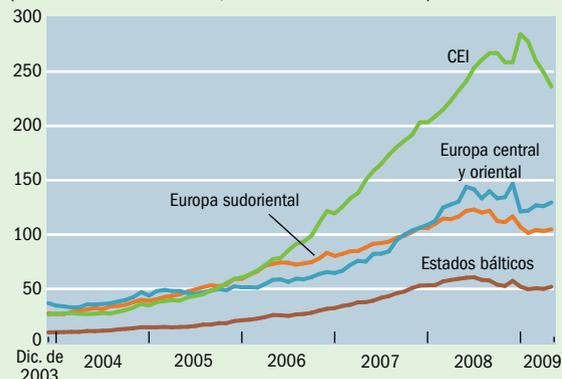


Los bancos extranjeros han apuntalado a los bancos de Europa oriental, pero la crisis financiera ha invertido esta tendencia

LA BANCA de Europa oriental está dominada sobre todo por bancos de Europa occidental. El financiamiento extranjero en la región aumentó de US\$96.000 millones en diciembre de 2003 a US\$550.000 millones en septiembre de 2008. La dependencia de los bancos extranjeros en las cuatro subregiones se incrementó significativamente: en cinco años, los pasivos extranjeros bancarios de la Comunidad de Estados Independientes se multiplicaron por nueve (a US\$280.000 millones). El empeoramiento de la crisis financiera mundial en septiembre de 2008 invirtió esta tendencia para todos los grupos.

Los bancos de Europa oriental han recibido abundantes fondos de bancos extranjeros.

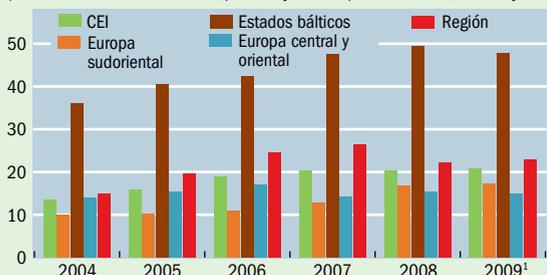
(Pasivos frente a no residentes, miles de millones de dólares)



La razón entre pasivos extranjeros y pasivos totales aumentó, en promedio, del 12% al 19% en todos los países. La dependencia de los bancos extranjeros es más alta en los países bálticos, donde la razón fluctuó entre 33% en diciembre de 2003 y 50% en octubre de 2008.

La subregión de los países bálticos es la que más depende de los bancos extranjeros.

(Pasivos frente a no residentes, porcentaje de los pasivos totales, fin del ejercicio)



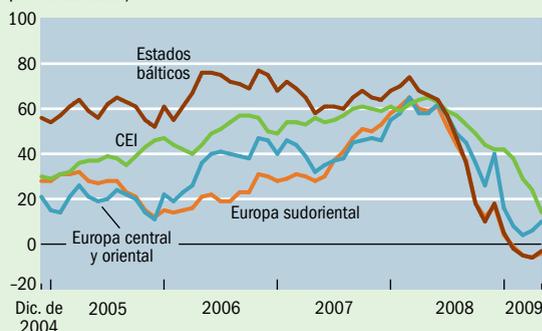
¹Los datos de 2009 abarcan hasta el mes de mayo.

Este aumento del financiamiento extranjero fue acompañado de altísimas tasas de crecimiento del crédito al sector

privado no financiero en moneda nacional y extranjera, sobre todo a las empresas no financieras y los hogares. No obstante, el deterioro del crédito en el entorno financiero mundial desde septiembre de 2008 frenó bruscamente el crecimiento del crédito, que desde febrero de 2009 ha sido negativo en los países bálticos y de Europa sudoriental.

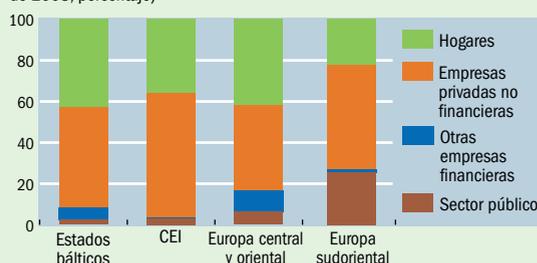
El aumento del financiamiento extranjero alentó el crecimiento del crédito en moneda extranjera.

(Crédito en moneda extranjera al sector privado no financiero, variación porcentual anual)



Al comienzo de la crisis, las empresas y los hogares fueron los principales beneficiarios del crédito en moneda extranjera.

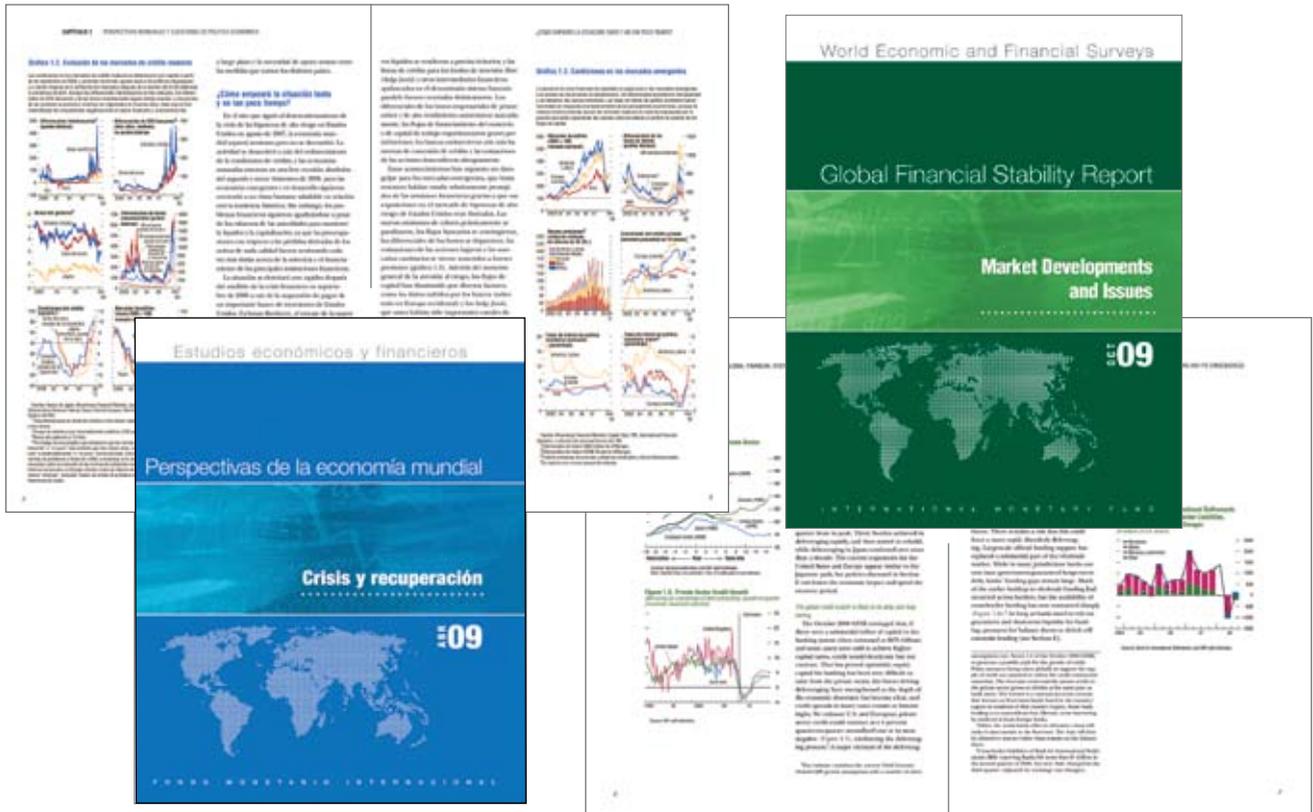
(Activos en moneda extranjera frente a sectores internos, septiembre de 2008, porcentaje)



La base de datos

Los datos se obtienen de formularios estándar utilizados por 114 países para declarar datos al Departamento de Estadística del FMI. Los países se dividen en cuatro grupos: CEI (Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Moldova, Rusia y Ucrania); Europa sudoriental (Albania, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania, Serbia y Turquía); Estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania), y Europa central y oriental (Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca). La mayoría de los datos de este artículo pueden obtenerse en International Financial Statistics Online, en www.imfstatistics.org/imf/

Resolver la crisis, construir la recuperación



Entérese cómo.

Las preguntas importantes exigen respuestas completas.

En los informes *Perspectivas de la economía mundial* y *Global Financial Stability Report* del FMI se presentan los análisis y los elementos necesarios para ayudar a sustentar la recuperación y a redefinir el panorama financiero.

Abóñese a estas publicaciones esenciales del FMI en www.imfbookstore.org