

# Retos y oportunidades ante la crisis

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

---

# Retos y oportunidades ante la crisis

Coordinación

**José Antonio Alonso**  
(UCM)

**Alicia Bárcena**  
(CEPAL)

**PENSAMIENTO IBEROAMERICANO**

---



**De esta edición**

Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID)  
Fundación Carolina

**De los textos**

sus autores

Diseño: Alberto Corazón / Investigación Gráfica s.a.

Maquetación: Zita Moreno / Investigación Gráfica s.a.

Imprime: EGRAF, S.A.

Madrid, junio de 2010

NIPO: 502-08-032-8

Depósito Legal:

ISSN: 0212-0208

### Consejo Asesor

**Manuel Alcántara.** Universidad de Salamanca – España. **José Antonio Alonso.** Universidad Complutense de Madrid – España. **Judith Astelarra.** Universidad Autónoma de Barcelona – España.

**Alicia Bârcena.** Secretaria Ejecutiva de CEPAL, **Juana Bengoa.** Plataforma 2015 y más – España.

**Fernando H. Cardoso.** Instituto Fernando Henrique Cardoso – Brasil. **Adela Cortina.** Universidad de Valencia – España. **Juan Pablo de Laiglesia.** Secretaría de Estado para Iberoamérica – España. **Celestino del Arenal.** Universidad Complutense de Madrid – España. **Ligia Elizondo.** Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo. **Joaquín Estefanía.** Universidad Autónoma de Madrid – España. **Rebeca Grynspan.** Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo. **Enrique V. Iglesias.** Secretaría General Iberoamericana. **José Miguel Insulza.** Organización de los Estados Americanos. **Ricardo Lagos.** Fundación Democracia y Desarrollo – Chile. **Nora Lustig.** Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo. **Otilia Lux de Coti.** Foro Indígena de la Organización de las Naciones Unidas – Guatemala. **José Luis Machinea.** Universidad Torcuato Di Tella – Argentina. **José Antonio Ocampo.** Columbia University. **Francisco Rojas Aravena.** Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales - Costa Rica. **Ignacio Soletto.** FIIAPP – España. **Virginia Vargas.** Fundación Flora Tristán - Perú

### Consejo de Redacción

**Carlos Alberdi.** Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) – España. **Joaquín Arango.** Universidad Complutense de Madrid - Instituto Universitario Ortega y Gasset – España. **Marta Arias.** UNICEF – España. **Soledad Gallego.** Diario "El País"- España. **Néstor García Canclini.** Universidad Autónoma Metropolitana Iztapalapa – México. **Mónica Hirst.** Universidad Torcuato Di Tella – Argentina. **Manuel de la Iglesia-Caruncho.** Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) – España. **Marcela Lagarde.** Universidad Nacional Autónoma de México. **Juan López-Dóriga.** Secretaría de Estado de Cooperación Internacional – España. **Luis Moita.** Universidade Autónoma de Lisboa – Portugal. **Alfredo Moreno.** Fundación Carolina – España. **Julia Olmo.** Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) – España. **Nina Pacari.** Foro Permanente sobre Cuestiones Indígenas de las Naciones Unidas. **Ludolfo Paramio.** Consejo Superior de Investigaciones Científicas – España. **Teresa Rodríguez.** Fondo de Desarrollo de las Naciones Unidas para la Mujer – México. **Liliana Rojas.** Center for Global Development – USA. **Juan Carlos Sánchez Alonso.** Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación – España. **Eduardo Sánchez Jacob.** Coordinadora de Organizaciones No Gubernamentales de Desarrollo – España. **Inma Turbau.** Casa de América – España. **Amelia Valcárcel.** Universidad Nacional de Educación a Distancia - España

### Directoras

**Rosa Conde.** *Fundación Carolina*

**Elena Madrazo.** *AECID*

### Secretaria del Consejo de Redacción

**Marisa Revilla.** *CeALCI – Fundación Carolina*

### Coordinador Técnico

**Alfonso Gamo.** *CeALCI – Fundación Carolina*



## Índice

### Presentación

Retos y oportunidades ante la crisis.

**José Antonio Alonso.** *Universidad Complutense de Madrid*

**Alicia Bárcena.** *CEPAL*

\_\_\_\_\_ XIII

### PRIMERA PARTE: CARACTERIZACIÓN DE LA CRISIS

1. Crisis financiera: orígenes y determinantes.

**José Luis Machinea.** *Universidad de Torcuato Di Tella*

\_\_\_\_\_ 3

2. Paisaje después de la batalla:

singularidad y consecuencias de la crisis financiera global.

**Emilio Ontiveros.** *Analistas Financieros Internacionales*

\_\_\_\_\_ 27

### SEGUNDA PARTE: CONSECUENCIAS DE LA CRISIS

3. La primera gran crisis económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

**Rafael Doménech y Miguel Jiménez.** *Servicio de Estudios BBVA*

\_\_\_\_\_ 49

4. América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?

**Oswaldo Kacef.** *CEPAL*

\_\_\_\_\_ 81

5. El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe.

**Oswaldo Rosales.** *CEPAL*

\_\_\_\_\_ 103

## TERCERA PARTE: RESPUESTAS INTERNACIONALES

6. La crisis y las finanzas públicas:  
un legado de consolidación pendiente.  
**Enrique Alberola y Pilar L'Hotellerie-Fallois.** *Banco de España* \_\_\_\_\_ **127**
7. Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina.  
**José María Fanelli y Juan Pablo Jiménez.** *CEPAL* \_\_\_\_\_ **157**
8. Construyendo el consenso contracíclico en la regulación.  
**Stephany Griffith-Jones.** *Columbia University* \_\_\_\_\_ **183**
9. La reforma del sistema monetario internacional.  
**José Antonio Ocampo.** *Columbia University* \_\_\_\_\_ **211**
10. Tendencias en la regulación macroprudencial  
a raíz de la crisis financiera internacional.  
**Santiago Fernández de Lis.** *Analistas Financieros Internacionales* \_\_\_\_\_ **233**
11. Los cambios en el FMI y el impacto en su relación  
con los países de América Latina.  
**Juan Pablo Jiménez, CEPAL y Fernando Lorenzo, CINVE** \_\_\_\_\_ **255**
12. Coordinación macroeconómica y desequilibrios globales.  
**José Antonio Alonso.** *Universidad Complutense de Madrid* \_\_\_\_\_ **285**
13. Viendo llover en Macondo:  
una visión secular del proteccionismo.  
**Diana Tussie y Linda Curran.** *Programa de  
Instituciones Económicas Internacionales, FLACSO* \_\_\_\_\_ **315**
14. Desafíos y oportunidades  
para el rol del Estado en la post-crisis.  
**Alicia Bárcena.** *CEPAL* \_\_\_\_\_ **339**

## CUARTA PARTE: RESEÑAS

- A. *De autores* \_\_\_\_\_ **359**

---

# Presentación

---



**José Antonio Alonso**

Universidad Complutense de Madrid

**Alicia Bárcena**

CEPAL

## **Presentación:**

Aunque sus primeros síntomas se dejaron sentir en el año previo, es en 2008 cuando finalmente se produjo la eclosión de la crisis económica que hoy sacude al sistema internacional. De forma inmediata, en otoño de aquel mismo año, los gobiernos tomaron conciencia del alcance y gravedad de la situación, a la que muy pronto calificaron como la más grave crisis de las vividas por la economía internacional desde 1929. La respuesta fue relativamente inmediata y con dosis de coordinación a las que no estaba acostumbrada la comunidad internacional. En ese mismo diciembre tenía lugar la primera de las cumbres del G-20 (la celebrada en Washington) para tratar de dar una respuesta coordinada a la crisis. A esa cumbre sucedieron hasta el momento otras dos, celebradas en Londres y Pittsburgh, a lo largo de 2009, que profundizaron en la respuesta que en el ámbito de las políticas y de las reformas regulatorias debieran ofrecerse a la crisis. Iniciada esta senda, nuevas reuniones del G-20 se anuncian para los siguientes meses, con objeto de mantener el impulso reformador del sistema financiero internacional y alentar el crecimiento de la economía mundial.

Entre los rasgos que singularizan a la presente crisis con respecto a las que jalaron la década precedente, dos parecen especialmente sobresalientes. El primero es el alcance planetario de la crisis, que ha afectado –aunque con intensidades dispares– al conjunto del sistema internacional, sin que apenas hayan quedado economías libres del contagio. Se ponía así en cuestión aquella hipótesis que, en su momento, aludía al desacoplamiento (*decoupling*) de ciertos mercados emergentes,

para enfatizar la autonomía de su comportamiento cíclico. Lo cierto es que todas las economías, incluidas aquellas que más rápidamente lograron recuperar su crecimiento –como China–, se vieron afectadas por la crisis. Se trata, por tanto, por su dimensión y alcance, de una crisis enteramente global, acaso la primera de la historia. El segundo rasgo alude al origen de la crisis, localizado en un segmento del mercado financiero de Estados Unidos, el mercado más desarrollado y sofisticado del mundo. También esto comporta una novedad respecto a episodios de inestabilidad previos, cuyo origen se situaba en economías emergentes del mundo en desarrollo. Por primera vez la responsabilidad de este episodio de inestabilidad es ajena al comportamiento de estos países.

Aunque su alcance es global, las formas de transmisión de la crisis han sido muy diferentes según los casos. Tras su eclosión en Estados Unidos, la crisis afectó de modo inmediato a los sistemas financieros de buena parte de los países europeos y de Japón. El efecto de esta sacudida financiera se tradujo en un colapso del mercado interbancario y en una sequía del crédito que terminó por afectar muy severamente a la economía real, generando las bases de una profunda depresión, de la que sólo ahora –casi dos años después– parece adivinarse el final. El canal de transmisión de la crisis, en el caso de los países desarrollados, fue, por tanto, fundamentalmente financiero. No sucedió lo mismo, sin embargo, en el caso de los países en desarrollo, que sufrieron los efectos de la crisis en ocasiones por vías distintas a la estrictamente financiera. Los canales más centrales de transmisión de los efectos aparecen asociados a la aguda contracción del comercio, que sufrió una caída más intensa que la experimentada a comienzos de los años treinta del pasado siglo. Una contracción que afecta tanto al intercambio de bienes como de servicios, en particular al turismo, que es una fuente de financiación relevante de una parte importante del mundo en desarrollo. Otra vía a través de la que se han transmitido los efectos de la crisis es la que deriva del enrarecimiento de las condiciones de empleo en los mercados laborales de los países desarrollados. El incremento muy agudo del desempleo supuso no sólo un freno de las corrientes migratorias –activadas durante la década previa–, sino también una contracción de las remesas que los emigrantes envían a sus familias. Aunque los efectos en este ámbito han sido muy dispares según los casos, en todos se aprecia un retroceso en los flujos de remesas. A estos factores se une la caída de otras fuentes de financiación, más acusadas en el caso de los flujos privados que en los de naturaleza pública (incluida la ayuda internacional que hasta el momento no parece haber sido afectada por la crisis). En suma, no ha sido el canal financiero el preferente en la transmisión de los efectos de la crisis sobre los países en desarrollo, sino otras vías de conexión internacional, buena parte de ellas más cercanas a la economía real. Es este hecho el que explica que hayan sido aquellas economías más expuestas al entorno internacional

y aquellas que arrastraban desequilibrios macroeconómicos previos las que en mayor medida han sentido los efectos de la crisis. Sin duda, ambas características se hacen especialmente presentes en el caso de los países de Europa del Este, principal región afectada por la crisis.

Desde su origen y hasta la actualidad, la crisis ha pasado por muy diversas etapas, demandando de los gobiernos respuestas cambiantes. La primera etapa estuvo asociada a los problemas en los mercados financieros que se derivan de la desvalorización de activos asociados al mercado inmobiliario y a los instrumentos financieros asociados. El limitado conocimiento acerca del grado de afectación de las instituciones financieras con activos tóxicos alimentó la desconfianza de los mercados y produjo una sequía del crédito muy aguda. Las autoridades respondieron con medidas excepcionales para evitar lo que se anunciaba como un posible derrumbe financiero, a través de la inyección de liquidez al sistema, del ofrecimiento de garantías a los depósitos, de respaldo de los activos e, incluso, de compra de esos activos bancarios.

El efecto de la crisis financiera se trasladó de forma inmediata a la economía real, en forma de una recesión aguda, que condujo las tasas de crecimiento de buena parte de las economías a signos negativos. Como consecuencia de la caída del producto, se dispararon las tasas de desempleo. De nuevo, las autoridades reaccionaron con medidas excepcionales de estímulo de la demanda, a través del apoyo al consumo, del respaldo a sectores estratégicos o de la reducción de los impuestos. Estas medidas condujeron a las economías occidentales a registrar agigantados déficit públicos, que superan registros históricos.

A mediados de 2009, ciertos síntomas parecían sugerir que el final de la crisis estaba cerca. No obstante, esos augurios no se cumplieron para buena parte de las economías, y muy especialmente para las europeas. Pese a que no parece que existiese *decoupling* en el origen de la crisis, sí parece que los ritmos son muy diferentes en la salida de la crisis. Buena parte de las economías emergentes, especialmente aquellas que arrastraban limitados desequilibrios, iniciaron el presente año con expectativas favorables de crecimiento.

Finalmente, la crisis entró en una nueva deriva a comienzos de mayo del presente año, como consecuencia de haber acentuado los riesgos soberanos asociados a los mayúsculos desequilibrios acumulados por algunas economías. En este caso, la región que en mayor medida ha sufrido la inquietud de los mercados ha sido Europa, muy particularmente la Unión Económica y Monetaria europea. Algunos de los países con mayores desequilibrios previos (como es el caso de Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia) están sufriendo las consecuencias de la desconfianza de los mercados, viéndose obligados a acometer severas operaciones de ajuste, con costes sociales, políticos e institucionales evidentes.

Pues bien, este número de *Pensamiento Iberoamericano* se orienta a explorar las causas, impactos y respuestas asociadas a la presente crisis, con especial atención a las regiones de América Latina y Europa. Dada la entidad de la crisis, no es extraño que el espectro de temas recorridos sea amplio, sea para analizar los factores determinantes de la crisis, sea para considerar las respuestas ofrecidas o aquellas que están por ofrecer para evitar que episodios tan destructivos de la vida económica de los países y del bienestar de las personas se puedan repetir en el futuro.

La relación de trabajos comienza con dos artículos de carácter general que intentan explorar las causas de la crisis, sus rasgos diferenciadores y las consecuencias que su tratamiento puede tener para la economía internacional. El primero de ellos está elaborado por *José Luis Machinea*, anterior Secretario Ejecutivo de la CEPAL y actual profesor de la Universidad Torcuato di Tella. En su exploración de las causas de la crisis Machinea se centra en la combinación de fallos de mercado y fallos de regulación que están detrás de este episodio de inestabilidad, aludiendo también a la inadecuada orientación de la política económica de Estados Unidos que propició la vigencia de un período tan prolongado de bajos tipos de interés. Aunque la presentación de factores explicativos de la crisis es plural, Machinea dedica una parte importante de su trabajo a enfatizar los efectos que se derivan de la excesiva confianza en las capacidades autorregulatorias de los mercados financieros, poniendo de relieve los fallos que caracterizan el comportamiento de estos mercados y la necesidad de ofrecer respuestas regulatorias adecuadas. A este aspecto más propositivo está dedicada la última parte de su trabajo.

El otro artículo de carácter introductorio es el que escribe *Emilio Ontiveros*, presidente de Analistas Financieros Internacionales y catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid. Hasta cierto punto se trata de un trabajo complementario al de Machinea, en la medida en que centra su atención en los elementos distintivos de este grave episodio de inestabilidad y profundiza en los rasgos que tendrán los mercados financieros y las políticas económicas de los países tras la salida de la crisis. De algún modo, en la base de su planteamiento está la idea de que el mundo que salga de la crisis será, en buena medida, distinto al mundo que hemos conocido con anterioridad. Esto afecta no sólo a los mercados financieros y a sus respuestas regulatorias, sino también a las formas de organización de la empresa y al tipo de respuestas públicas que se demandan.

El segundo bloque de la revista está dedicado a analizar las consecuencias de la crisis. De entre todas las posibles perspectivas, aquí se adoptó una de carácter preferentemente regional, tomando en consideración tres polos de especial interés: Europa, América Latina y las economías

emergentes de Asia. El primer artículo de este bloque es el que elaboran *Rafael Doménech* y *Miguel Jiménez*, ambos economistas del Servicio de Estudios del BBVA, referido a la evolución de la Unión Económica Monetaria (UEM) europea a lo largo de la crisis. A estas alturas es claro que se trata de una de las regiones que con mayor severidad ha vivido los efectos de la crisis. En parte porque a las consecuencias de la crisis se han sumado los efectos de los desequilibrios propios, que han puesto en riesgo la evolución de la Unión Monetaria. Como reconocen los autores, la UEM se ha construido a partir de situaciones muy diversas de los países y ha permitido que ciertos desequilibrios se prolongasen sin corrección durante un período más largo de lo deseable. Esos desequilibrios estallaron en el marco de la crisis, poniendo en riesgo la sostenibilidad del euro y obligando a los países más frágiles a acometer terapias enormemente severas de ajuste, cuyas consecuencias son todavía inciertas.

Los efectos de la crisis sobre América Latina son estudiados por *Oswaldo Kacef*, de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL. En este caso, el diagnóstico es casi opuesto al referido a la UEM: la crisis afectó menos de lo que inicialmente se pensaba a la región; y la salida parece que está siendo más rápida de lo inicialmente previsto. Sin duda a este resultado contribuyó el sostenimiento en la región de políticas sanas durante el período precedente, que permitieron la disminución del endeudamiento externo, el fortalecimiento fiscal, la acumulación de reservas como mecanismo de seguro y una mejor inserción de los países en los mercados financieros. Todo ello contribuyó a ampliar los espacios para una política anticíclica. En todo caso, aunque los efectos de la crisis hayan sido menores de lo esperado, permanece una larga agenda de reformas pendientes para la región, que debieran conducir a una ampliación del espacio para las políticas nacionales, a un reforzamiento de los sistemas financieros nacionales y a una consolidación de las instituciones.

Por último, el bloque se cierra con un artículo de *Oswaldo Rosales*, de la División de Comercio Internacional e Integración de la CEPAL, sobre las economías emergentes de Asia y su efecto sobre la región latinoamericana. En particular, el autor dedica una parte de su artículo a documentar el extraordinario dinamismo vivido por la economía china y algunas otras economías asiáticas. Un progreso que las ha convertido en uno de los motores del crecimiento económico mundial y un activo socio comercial para muchas economías en desarrollo. De forma más particular, el autor analiza las posibilidades que este nuevo polo de gravitación del dinamismo económico internacional puede tener para las economías latinoamericanas, sugiriendo medidas de política económica orientadas a extraer un mayor rendimiento a las relaciones mutuas. La inserción en cadenas de valor asentadas en la región, la actuación coordinada para la atracción de inversiones y la búsqueda de lazos estratégicos interregionales constituyen alguna de las medidas propuestas.

El tercer bloque de la revista está orientado a analizar alguna de las respuestas internacionales ofrecidas frente a la crisis. Aquí los aspectos susceptibles de ser tratados son muy diversos, de modo que la atención hubo de centrarse necesariamente en alguno de los considerados más relevantes. Este bloque comienza con un artículo de *Enrique Alberola y Pilar L'Hotellerie-Fallois*, del Banco de España, acerca de las consecuencias de los severos desequilibrios fiscales en los que incurrieron los países –particularmente de la OCDE– para responder a la caída de la actividad económica. Por más que el esfuerzo estuviese justificado, las anómalas dimensiones que ha alcanzado el déficit público de muchos países justifica la acentuación de los riesgos soberanos que acompañan la etapa más reciente de evolución de la crisis. Todo ello hace que el esfuerzo por alcanzar la consolidación fiscal, llevando la deuda pública a parámetros sostenibles, se conciba como una de las tareas más urgentes, pero al tiempo más difíciles, a las que se enfrentan una parte importante de las economías occidentales. Para su logro no basta con contener el gasto, sino también se requiere acometer importantes reformas estructurales, que varían de acuerdo con el país considerado.

Las economías de América Latina no sólo se enfrentan a las fluctuaciones cíclicas, sino también a choques excepcionales, asociados a la vulnerabilidad de su inserción en los mercados financieros y comerciales internacionales. En este sentido, el espacio para una política de estabilización tiene que ser más amplio que el estrictamente limitado a la gestión del ciclo. A analizar estos aspectos se orienta el trabajo de *José María Fanelli y Juan Pablo Jiménez*, de la CEPAL. Tras analizar la volatilidad de la región, los autores justifican el alcance del concepto de espacio fiscal para las políticas estabilizadoras, otorgándole un valor sistémico que excede a la mera respuesta cíclica. De este análisis derivan conclusiones relevantes en materia de política fiscal y de coordinación con otras políticas.

La crisis ha evidenciado que una parte de los mecanismos regulatorios previamente existentes acentuaban el sentido cíclico de los mercados, afectando severamente a aquellas economías –como las de los mercados emergentes– de comportamiento más volátil. *Stephany Griffith-Jones*, de la Universidad de Columbia, realiza un análisis de las debilidades que presentaba, previo a la crisis, el sistema regulatorio en los mercados financieros. Superar esas debilidades comporta, en primer lugar, una visión integral de los mercados financieros, al objeto de evitar las zonas grises y el arbitraje regulatorio. Pero, junto a ello, es necesario otorgar un sentido anticíclico a las respuestas de la regulación financiera de capital, provisiones y liquidez, al efecto de gestionar de forma adecuada los auges y caídas en los mercados financieros. La crisis ha ampliado el consenso internacional acerca de estos aspectos, beneficiándose de la experiencia de ciertas experiencias regulatorias exitosas (como las derivadas de la política de provisiones impulsada por el Banco de España).

Más allá del tono de las respuestas regulatorias, el sistema mundial padece un problema serio relacionado con el sistema de reservas internacionales. El monopolio efectivo del dólar como moneda de reserva es fuente de ineficiencias y riesgos severos. Acentúa el tono recesivo de los ajustes, estimula los desequilibrios globales de balanzas de pagos y acentúa los riesgos de crisis. A analizar las consecuencias de esta situación se dedica el artículo de *José Antonio Ocampo*, profesor de la Universidad de Columbia, que sugiere una utilización más intensa de los Derechos Especiales de Giro (DEG) como principal activo de reservas a nivel mundial y como la moneda en uso por parte del FMI. Una buena parte de su trabajo lo dedica Ocampo a discutir los criterios de emisión y de asignación de los DEG, y los beneficios que se derivarían no sólo para la estabilidad financiera internacional, sino también para establecer vínculos con los objetivos de desarrollo, a través del respaldo a la compra de bonos de los bancos multilaterales.

Una de las enseñanzas de la presente crisis es que la inestabilidad de los mercados financieros tiene un carácter sistémico. Por ello, no basta con establecer medidas de carácter microprudencial, que garanticen la solvencia de los agentes individuales: es necesario también atender a los riesgos sistémicos, a través de respuestas de carácter macroprudencial. Por tal se entienden aquellas que consideran la perspectiva agregada de los marcos de regulación y supervisión y su relación con la macroeconomía. *Santiago Fernández de Lis*, de Analistas Financieros Internacionales, explora este ámbito de las respuestas regulatorias, prestando especial atención a la regulación de las entidades demasiado grandes, demasiado complejas o demasiado interconectadas como para caer y a los problemas que se derivan del alto grado de conexión internacional de los sistemas financieros.

La crisis ha promovido el papel del FMI como institución encargada de promover y garantizar la estabilidad financiera, en un mundo crecientemente interdependiente. A este desafío respondió el FMI con cambios relevantes en su estructura y funcionamiento, que lo sitúan en mejores condiciones para desempeñar su papel como proveedor de financiamiento y como resorte institucional para la prevención de crisis. *Juan Pablo Jiménez*, de la CEPAL, y *Fernando Lorenzo*, de CINVE y actual Ministro de Economía de la República del Uruguay, analizan estos cambios y su potencial impacto en las relaciones que esa institución tiene con los países de América Latina. En concreto, se analizan las modificaciones introducidas a los acuerdos *stand-by*, la línea de crédito flexible y la modalidad de acceso rápido del Servicio de Shocks Exógenos, entre otras. Estas mejoras en la capacidad de prestación de servicios del FMI constituye una vía deseable, también para la región, para atenuar el costoso recurso a mecanismos de autoaseguramiento, en beneficio de un uso más eficiente y equitativo de los recursos disponibles por parte de los países.

La globalización ha incrementado los niveles de interdependencia entre los países, ampliando las externalidades derivadas de sus decisiones macroeconómicas. Las consecuencias de esta tendencia son analizadas en el artículo de *José Antonio Alonso*, Director del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI). Tras hacer un repaso de las iniciativas habidas en materia de coordinación macroeconómica internacional, el autor revisa los fundamentos doctrinales y empíricos asociados a la coordinación macroeconómica. A continuación se analiza la capacidad de coordinación demostrada en la presente crisis. Aunque el juicio no es enteramente negativo, permanecen problemas, asociados a los desequilibrios globales, que requerirían un tratamiento más integral y coordinado por parte de las economías internacionales, si se quiere conjurar el riesgo de crisis ulteriores.

La crisis ha motivado que buena parte de la atención económica se centre en los ámbitos financieros: no obstante, la recuperación económica depende crucialmente de que se vuelva a activar la maquinaria del comercio internacional. Un comercio que ha experimentado cambios importantes a lo largo de los últimos lustros. A analizar estos cambios se orienta el trabajo de *Diana Tussie y Linda Curran*, de FLACSO. En particular, las autoras centran su atención en la interpretación de las respuestas proteccionistas que pueden aparecer asociadas a la crisis. En lugar de adoptar una posición fundamentalista, las autoras conciben el proteccionismo como un componente permanente del comercio internacional, que actúa en dosis variables según las circunstancias de las economías. Entender las conexiones causales y sus efectos resulta crucial para entender los cambios en el comercio internacional.

Por último, el número se cierra con un trabajo de *Alicia Bárcena*, Secretaria Ejecutiva de CEPAL, que trata de extraer enseñanzas de la crisis contemplándola como un episodio cargado de oportunidades de cambio. Su atención se centra muy especialmente en la interpretación del nuevo papel que le cabe al Estado en las economías que surjan tras la crisis. Ésta no sólo provocó la destrucción de capacidades productivas, sino también el cuestionamiento de ortodoxias simplificadoras y, por ello, erróneas. Sobre ese cuestionamiento se erige un nuevo consenso, que busca un mayor equilibrio entre las capacidades del mercado y la acción regulatoria y de políticas públicas de los Estados. Si se aprovecha debidamente, acaso sea ésta una de las consecuencias tan beneficiosas como inesperadas de la crisis.

---

**Primera parte:**  
**Caracterización de la crisis**

---



## Crisis financiera: orígenes y determinantes

### **Resumen:**

El artículo analiza los orígenes de la crisis financiera con epicentro en Estados Unidos. Se discuten las razones vinculadas a las fallas del mercado y a las políticas públicas; entre estas últimas se discuten las bajas tasas de interés por un período exageradamente prolongado y la existencia de excesivas redes de seguridad orientadas a rescatar a las entidades financieras y en particular a los grandes bancos en situaciones de crisis. Ambas políticas tienden a generar excesivos riesgos y, por ello, podrían ser factores relevantes en la presente crisis. Otro error de política serían las inadecuadas regulaciones. Sin desconocer estos factores el artículo pone énfasis en la excesiva desregulación en un contexto de claras fallas del mercado como el factor central que habría provocado la crisis, que se ha visto potenciado por la opacidad e interconexión del sistema, los incentivos a los gerentes y el papel de las agencias de riesgo. Las reflexiones finales están orientadas a los cambios necesarios en las regulaciones monetarias y financieras para evitar la repetición de eventos de esta magnitud.

### *Palabras clave:*

crisis financiera, fallas del mercado, tasas de interés, regulaciones, opacidad, interconexión

### **Abstract:**

The article analyzes the origins of the financial crisis with epicenter in the United States. Market and public policies failures are discussed, including, among the latter ones, the low interest rates for an extremely prolonged period and the presence of excessive public safety nets aimed at rescuing financial institutions, mainly the big banks in crisis. Both policies could encourage excessive risk-taking and hence can be important factors in the current crisis. Other public policy failure would be the lack of appropriate regulations. In spite of these factors, the article emphasizes the excessive deregulation in a context of clear market failures as the main factor behind the crisis. Opacity of information and the system's interconnection, together with management incentives

and the role played by the rating agencies have propelled the crisis to unknown levels. The final reflections are aimed at discussing the necessary changes in the monetary and financial policies and regulations in order to avoid the resurgence of similar events.

*Key words:*

financial crisis, market failures, interest rates, regulations, opacity, interconnection

## Crisis financiera: orígenes y determinantes

### I. Introducción

Ha transcurrido más de un año desde que en septiembre de 2008 la crisis financiera global con epicentro en Estados Unidos parecía convertirse en un pandemio difícil de controlar. Si bien la crisis había comenzado alrededor de un año antes, no hay duda que la quiebra de Lehman Brothers actuó como el disparador que la potenció hasta niveles nunca vistos desde la crisis financiera que comenzó a fines de 1929.

Un año más tarde y después de la mayor caída del nivel de actividad económica de que se tenga memoria desde la Segunda Guerra Mundial, se perciben signos de recuperación en casi todo el mundo. El aumento de la demanda es básicamente consecuencia de las medidas, inéditas en cuanto a su monto, de estímulo monetario y fiscal que la mayoría de los países aplicaron. Hay un cierto consenso sobre la

importancia de estas medidas y sobre la necesidad de no restringirlas en el corto plazo, so pena de que la economía mundial vuelva a entrar en fuerte recesión<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, pareciera que si el actual desequilibrio fiscal se prolongara por mucho más tiempo, al menos en los niveles actuales, se generarían dudas sobre la capacidad de los gobiernos de hacer frente a sus deudas. Por lo tanto, la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación está vinculada a si en el momento en que se reduzcan sensiblemente los estímulos fiscales y monetarios, el sector privado será capaz de reemplazarlos mediante el aumento de la demanda de bienes de consumo y de capital.

Por su parte, las dificultades con el sistema financiero no han terminado. Los bancos no han reconocido y por ende provisionado casi la mitad de las pérdidas, lo que implica un desafío en términos del capital requerido para su

capitalización (FMI, 2009, capítulo 4). Los beneficios que han generado durante los últimos meses pueden ser una parte de la necesaria capitalización, pero difícilmente sean suficientes. A las actuales necesidades habrá que agregarle los mayores requerimientos de capital que se prevé que surjan del cambio de las regulaciones. Por otra parte, sus necesidades de liquidez asociadas a los mercados de capitales son considerables, en particular si los gobiernos comienzan a disminuir las garantías que se otorgaron desde el comienzo de la crisis.

Más allá de las características de la disminución de la demanda, de las medidas para evitar un colapso de la actividad económica y de la sostenibilidad del crecimiento a la salida de la crisis, la otra discusión relevante enlaza con las medidas necesarias para reducir la ocurrencia de crisis futuras vinculadas al comportamiento del sistema financiero. Las características de esas medidas serán resultado del diagnóstico respecto a las razones que originan la crisis en general y ésta en particular. Más allá de ciertos consensos, la importancia de distintos factores para explicar el origen de la crisis, tales como el peso relativo de los desequilibrios globales, la política de bajas tasas de interés de la Reserva Federal a comienzos de la presente década, las deficientes regulaciones, los incentivos para asumir excesivos riesgos y la excesiva liberación de los mercados financieros a fines de la década de los noventa siguen generando discusiones en dis-

tintos ámbitos. Esta discusión está lejos de ser una cuestión meramente académica, ya que si bien todos estos factores tienen alguna responsabilidad en el origen de la crisis, su peso relativo será determinante a la hora de proponer las medidas para reducir las posibilidades de crisis futuras.

## II. Los orígenes de la crisis

### Opacidad e interdependencia

Hay dos elementos que han estado presentes en la mayoría de las crisis financieras, pero que nunca han tenido la magnitud y la importancia de la actual: la opacidad y la interdependencia de los distintos intermediarios financieros (Machinea, 2009a). Si bien la opacidad está claramente vinculada a la información asimétrica que es característica de los sistemas financieros, lo novedoso de esta crisis es la dimensión que fueron adquiriendo los “activos opacos”, que en gran parte fueron conformando un verdadero sistema financiero en las sombras. Una muestra de esa opacidad está dada por: a) la mayoría de las operaciones del mercado de derivados, que sumaba 550 billones de dólares, o sea diez veces el producto mundial, no estaban registradas<sup>2</sup>; b) las operaciones que supuestamente estaban destinadas a la cobertura de riesgo de los créditos (*Credit Default Swaps*) superaban los 60 billones de dólares, aunque es

difícil imaginar cómo se pueden asegurar operaciones que en caso de riesgo sistémico están vinculadas entre ellas; c) la creciente sofisticación de muchas operaciones, por ejemplo de derivados, sólo podía ser entendida por un pequeño grupo de expertos, pero no por la mayoría de los clientes, ni por los ejecutivos de los bancos y por gran parte de los reguladores; d) muchos de los grandes bancos no incluían en el balance un conjunto de operaciones (*Special Investment Vehicles*), una práctica permitida y hasta incentivada por el Acuerdo de Basilea I, y por ende los balances no reflejaban el verdadero estado patrimonial de las entidades o, al menos, los riesgos a los que el patrimonio estaba expuesto<sup>3</sup>; y e) los inversores, y a medida que pasaba el tiempo los bancos, no sabían cuál era el verdadero valor de los “paquetes de hipotecas” que habían comprado y vendido<sup>4</sup>.

Como consecuencia de lo mencionado en el punto e), la asimetría de información fue dando paso a la desinformación y finalmente a la incertidumbre generalizada. De hecho, muchas crisis nos muestran que cuando ocurren hechos que cambian radicalmente la situación y destruyen lo que los agentes creían saber, el problema no es sólo que unos están informados y otros no lo están, sino que nadie tiene información<sup>5</sup>.

Si bien la crisis se inició en el mercado de créditos hipotecarios y en particular en el de las hipotecas *sub-prime* de Estados Unidos, la mala evaluación de los riesgos se convirtió, por

ese entonces, en un fenómeno general que alcanzó a diferentes mercados.

En lo que respecta a la interdependencia, basta sólo mirar el impacto de la liquidación de Lehman Brothers sobre el conjunto del sistema financiero, o la cantidad de hipotecas basura originada en los bancos de Estados Unidos y que al inicio de la crisis estaban en manos de los intermediarios financieros europeos, o la decisión de rescatar a la principal compañía de seguros del mundo (AIG) para evitar el impacto del no pago de los seguros de créditos que podían llevar a varias firmas financieras a situaciones difíciles, cuando no a la quiebra<sup>6</sup>.

No hay duda de que la opacidad y la interdependencia impulsaron la crisis más allá de lo que era previsible inicialmente; más aún, hay razones para pensar que la opacidad fue lo que facilitó ciertas operaciones que luego se mostrarían como “inexplicables”. Sin embargo, a nuestro entender, los orígenes profundos deben buscarse en otras variables e indicadores.

Si bien hay un reconocimiento, aunque no generalizado, respecto a que la casi total desregulación de los mercados financieros es central para explicar la crisis, hay otros factores que han sido resaltados para intentar esclarecer sus orígenes: a) las bajas tasas de interés de la Reserva Federal en la primera mitad de la presente década, que incentivaron la toma de créditos y la búsqueda de riesgos excesivos con el

objetivo de obtener una mayor rentabilidad; b) el riesgo moral asociado a la creencia de que las entidades, al menos las de mayor tamaño, serían rescatadas en caso de crisis y el consiguiente sesgo hacia la toma de excesivos riesgos; y c) la ausencia de regulaciones y supervisión adecuadas, con una lógica que pone el énfasis en problemas técnicos y la escasa capacidad de los supervisores.

Es interesante señalar que las tres explicaciones tienen un factor común: las deficiencias de las políticas públicas, aunque las bajas tasas de interés serían, según varios analistas, resultado de los grandes desequilibrios globales de las cuentas corrientes. En particular, algunos “excesos” de ahorro en los países en desarrollo (en particular en China) y monedas “apreciadas” generaron fuertes superávit en cuenta corriente y facilitaron la acumulación de reservas internacionales. La contrapartida de este superávit fue un gran crecimiento del consumo privado en Estados Unidos –del 67% del PIB en 1975-2000 al 72% en 2007–. O sea, en esa explicación las bajas tasas de interés serían el resultado del elevado ahorro del resto del mundo y su preferencia por mantener ese ahorro en papeles en dólares emitidos, en especial por el gobierno, en Estados Unidos.

Cada uno de estos factores, y algunos otros que se discuten después, han tenido un papel en el origen de la crisis, pero su relevancia ha sido, a nuestro entender, diferente. En esta sección nos ocuparemos del papel que jugó la

desregulación de los mercados y en la próxima de los factores anteriormente mencionados<sup>7</sup>.

### **La centralidad de las deficiencias del mercado**

A partir de la década de 1980 comenzó un proceso de desregulación de los mercados financieros que se profundizó en los últimos años. Hitos en ese proceso de mayor confianza en la autorregulación de los mercados financieros fueron la eliminación en 1999 de la separación de actividades entre la banca comercial y la banca de inversión que había sido establecida en Estados Unidos en 1933 (Glass-Steagall Act), la ampliación del apalancamiento de la banca de inversión en 2004<sup>8</sup>, y la regulación impulsada por los Acuerdos de Basilea que permitía a las entidades financieras medir su propio riesgo y establecer sus propios requerimientos de capital y admitía, incluso incentivaba, mantener varios activos fuera del balance, sin requerimientos de capital. Fue esa confianza en la autorregulación del mercado la que determinó que con el paso del tiempo la regulación y supervisión fuera más laxa. Una confianza que difícilmente se puede justificar a la luz de la experiencia histórica, porque la mayoría de las medidas de regulación fueron el resultado de la evaluación que se realizó en la década de los años treinta y que concluyó que la crisis había sido generada por el excesivo predominio de mercados financieros no regulados; una lección que fue confirmada por

las sucesivas crisis que sufrieron básicamente los países en desarrollo durante las últimas décadas.

Lejos de aquellos que destacan la tendencia a la estabilidad del sistema financiero, Minsky (1986) y Kindleberger (1978) enfatizaron su inestabilidad endémica como la razón principal detrás de las crisis financieras<sup>9</sup>. La historia, decían ellos, muestra que la euforia, la que es financiada por una expansión del crédito, lleva a que a medida que avanza la fase expansiva del ciclo aumenta la confianza en que el auge habrá de continuar y ello incrementa la demanda y la oferta de crédito. Este proceso genera una burbuja en el precio de todos o algunos activos, lo que crea la sensación de que la compra de esos activos financiada por crédito es una operación muy rentable, ya que el aumento de la valuación supera a las tasas de interés. De hecho, a medida que avanza el auge, en un número creciente de casos el aumento del precio es la única manera de pagar el crédito. Para decirlo en palabras de Minsky (1986): “Un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo y Ponzi”<sup>10</sup>. De esa manera, Minsky nos explicaba en los años ochenta la operatoria *sub-prime* de nuestros días, un desarrollo de burbujas y créditos vinculadas a ellas que, como nos recuerdan C. Reinhart y K. Rogoff (2009), tiene una historia de siglos.

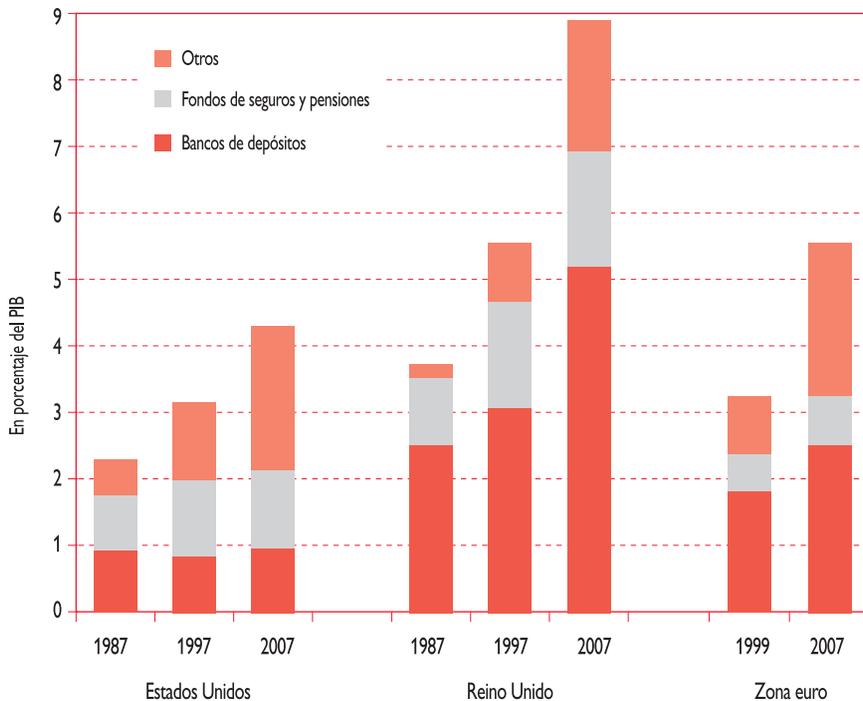
El aumento del crédito, que muchas veces se da en el contexto de una política monetaria acomodaticia, se potencia durante la expansión por el aumento de la relación entre activos y patrimonio (*apalancamiento*)<sup>11</sup>. Históricamente esta relación es resultado de innovaciones menos demandantes de capital y de la aparición de nuevos intermediarios menos regulados, lo que ha dado lugar a una reducción en la participación de los bancos de depósitos en el conjunto del sector financiero, siendo Estados Unidos un extremo de esta tendencia (gráfico 1)<sup>12</sup>.

El mayor apalancamiento va debilitando al sistema financiero, ya que el capital queda cada vez más expuesto a pequeñas pérdidas en los activos. Dado que la variación del apalancamiento es procíclica, éste alcanza su valor máximo en el momento en que el precio de los activos comienza a disminuir. Por lo tanto, el impacto de la caída del precio sobre la capacidad de pago de los deudores y, por ende, sobre la solvencia del sistema es máximo en esta etapa.

A los problemas de solvencia se le debe agregar otra característica del período de expansión. Considerando que las tasas de interés de corto plazo son usualmente inferiores a las de largo plazo, una brecha que fue especialmente elevada en la primera mitad de esta década, las entidades suelen financiar el optimismo del auge mediante el aumento de sus obligaciones de corto plazo, una tendencia que se potenció de la mano del desarrollo del

Gráfico I

Tamaño y distribución de los activos financieros en porcentaje del PIB



Fuente: FMI (2008, capítulo 2).

mercado de capitales durante la presente crisis. Un excesivo descalce convierte a las entidades en muy vulnerables, ya que cuando los inversores de los mercados de capital, que suelen estar mejor informados que el depositante promedio, comienzan a observar dificultades relacionadas con la calidad de los activos tienden a reducir su financiamiento. La creciente iliquidez afecta la solvencia en la medida en que las entidades deban liquidar activos a “precios de

remate” para hacer frente a sus obligaciones. La magnitud del impacto en la solvencia depende de varios factores, entre ellos del tamaño de la burbuja y de la existencia de un prestamista de última instancia, que resuelva los problemas de liquidez y evite que una venta precipitada genere que la caída en el precio de los activos sea muy pronunciada.

La crisis actual se enmarca dentro de lo descrito en los párrafos precedentes, aunque hay

tres factores que potenciaron algunos de los elementos arriba mencionados: la posibilidad de dar créditos y no tener la responsabilidad de cobrarlos, los grandes bonos de los directivos de las entidades financieras vinculados a las ganancias de corto plazo de las entidades, y la calificación de las agencias de riesgo, que simultáneamente eran clientes de las entidades que emitían los papeles a calificar.

Dar créditos, pasar el riesgo de su recupero a otros y cobrar grandes bonos por la operación fue una de las más novedosas “innovaciones” de Wall Street, desgraciadamente una innovación para el fraude. Acudir a los mercados monetarios (*money markets*) y a los mercados de capitales es una tendencia de los últimos años que se explica por las facilidades asociadas con obtener créditos por montos elevados sin tener que incurrir en costos administrativos asociados a los depósitos. Cuando esta tendencia se complementaba con la transformación de esas hipotecas en bonos garantizados por esas mismas hipotecas (*securitización*) el cuadro se consumaba: se evitaba el “problema de los depósitos”, se potenciaba el apalancamiento y se eludía la responsabilidad sobre la calidad de los créditos.

Cabe hacer un comentario adicional sobre la distorsión de los incentivos en el otorgamiento de créditos ocasionada por la *securitización* de los activos. La operatoria de pasar del banco al mercado como elemento central de la diversificación del riesgo tiene una clara ventaja en

términos de liquidez y, además, permite diversificar el riesgo más allá de una determinada área geográfica, incluyendo las fronteras de un país. Claro está que estas ventajas presuponen que la información es suficientemente transparente para que los inversores conozcan el riesgo del “paquete” que están comprando, un principio que estuvo lejos de cumplirse. Además, el reemplazo del banco por el mercado genera algunos interrogantes ya que, si todos fueran productos “enlatados”, ¿cuál sería la ventaja de conocer al cliente que ha sido uno de los principales factores detrás de la aparición de los bancos? Si el conocimiento del cliente no afectara la rentabilidad de una entidad financiera, ¿dónde estarían los incentivos para otorgar buenos créditos?

La opacidad de los instrumentos que se vendieron en el mercado de capitales y la interconexión de las entidades del sistema financiero a escala global hicieron que la mala evaluación del riesgo de los préstamos hipotecarios se convirtiera en una crisis financiera en gran parte del mundo desarrollado.

Es interesante notar que las entidades no pudieron y no quisieron pasar la totalidad del riesgo a otros actores. En efecto, para convencer a los compradores, en ocasiones las entidades financieras debieron mantener la parte más riesgosa del paquete de hipotecas u otros créditos que estaban vendiendo (los activos tóxicos), práctica que se vio incentivada porque esos activos al generar más beneficios en el corto plazo elevaban los “bonos anuales”, lo

que determinó que algunas de las instituciones no sólo mantuvieran activos riesgosos, sino que además los compraran en el mercado (Mizen, 2008).

Respecto de los incentivos de los directivos de las entidades financieras ya se ha escrito mucho, aunque vale la pena recordar que en un contexto de grandes ganancias de corto plazo asociadas a la “innovación”, los principales ejecutivos de los cinco principales bancos de inversión se repartieron 36.000 millones de dólares en 2007 (Reinhart y Rogoff, 2009). Quisiéramos aquí enfatizar dos temas. En primer lugar, es necesario cambiar los incentivos de corto plazo por otros de mediano y largo plazo. En segundo lugar, además de ser necesario reducir los incentivos mediante límites específicos o vía mayores tasas del impuesto a las ganancias, es indispensable que los directivos hasta un determinado nivel tengan incentivos que reduzcan las posibilidades de fraude; la manera de lograrlo es haciendo a estos directivos económica y penalmente responsables por acciones reñidas con ciertas normas éticas. Es decir, los incentivos deben ser lo más simétricos posibles: mayores ingresos si el negocio anda bien, y ciertos costos si ése no fuera el caso, en especial si hay operaciones cuya legalidad es cuando menos dudosa.

Por último, las agencias de riesgo, que eran contratadas por las entidades financieras para evaluar los nuevos instrumentos que se emitían, aparecían como jueces y parte. Sus ingre-

sos dependían de ser contratados para la evaluación, y es razonable suponer que el ser contratado dependía de la evaluación<sup>13</sup>. El resultado fueron altas calificaciones para ciertos instrumentos que casi nadie sabía qué contenían. Eso cerraba el círculo: se podían otorgar malos créditos que luego se vendían en el mercado de capitales con una buena calificación otorgada por la agencia de riesgo; se aumentaba de esa manera la rentabilidad de la institución y por ende el bono de sus directivos.

Cuando se consideran estos tres factores, el ciclo de auge y colapso del sistema financiero que explicaba Minsky cobra una nueva dinámica y, en especial, una nueva magnitud.

### **La economía política del proceso de auge**

La prociclicidad del crédito, el crecimiento del producto por encima de la tendencia, la burbuja en el mercado de activos, en particular en el precio de la vivienda, son “buenas noticias” para la mayoría de los actores, entre ellos los bancos, los empresarios que ven aumentar su demanda y que pueden acceder a créditos relativamente baratos, los compradores de vivienda y los que poseen importantes activos. Por cierto, ése es también el caso del gobierno, ya que la buena situación económica hace que una mayoría de la población apruebe su gestión. En esas circunstancias, ¿quién se anima a arruinar la fiesta?

Habrán algunos analistas que tendrán algunas objeciones, pero habrá muchos otros que

escribirán artículos mostrando que el aumento en el nivel de actividad económica por encima de la tendencia se explica porque hay un cambio tecnológico que ha incrementado la productividad en forma más o menos permanente; o señalando que el precio de las propiedades todavía es bajo considerando el cambio en la demanda de las familias. En fin, hay una economía política muy funcional a los excesos durante el auge. No es casualidad que el clamor por políticas contracíclicas se escuche insistentemente en épocas de recesión, pero muy pocas veces en la fase expansiva del ciclo.

En este ciclo, si bien hubo quienes alertaron sobre la fragilidad del auge, hubo muchos más que encontraron, como en otras oportunidades, argumentos para explicar el aumento del precio de los activos y la expansión del crédito. Una vez más el argumento fue que, como titulan su libro Reinhart y Rogoff (2009), “esta vez es diferente”. Entre los argumentos estuvieron aquellos vinculados al sistema financiero de Estados Unidos como el más seguro del mundo, con las mejores instituciones monetarias y con el mercado de capitales más desarrollado; la necesidad de los países en desarrollo de contar con un lugar seguro para invertir sus ahorros; la aparición de nuevos instrumentos financieros que permitían a nuevos inversores entrar al mercado de hipotecas y, en general, la enorme capacidad de innovación y de generación de beneficios de la industria financiera de Estados Unidos. Entre los mentores de estas ideas se

encuentran Ben Bernanke y Alan Greenspan (Reinhart y Rogoff, 2009, capítulo 13). Una vez más, los hechos volvieron a mostrar que nunca es muy diferente.

La economía política del proceso es posiblemente la principal razón para ser escépticos sobre la capacidad de las autoridades de regular los ciclos. Por lo tanto, lo más conveniente pareciera ser la reducción de la discrecionalidad de los gobernantes mediante la introducción de ciertas reglas contracíclicas en el otorgamiento de créditos<sup>14</sup>. No se nos escapa que esta medida es difícil de imponer; ésta es, sin embargo, la coyuntura para hacerlo.

### III. De las fallas del mercado a las fallas del gobierno: el papel de las políticas públicas

Hay una extensa literatura respecto a los errores en las políticas públicas como determinantes de las crisis financieras (Hayek, 1939). La escuela de las expectativas racionales terminó de dar los argumentos definitivos a esta posición, ya que en un mundo de expectativas racionales es imposible imaginarse cambios tan bruscos en el comportamiento de los agentes económicos como los que caracterizan a las crisis, en especial cuando este cambio de expectativas no está asociado a fuertes variaciones en la conducta prevista del sector público (Machinea, 2009a y C. Pérez, 2009).

A continuación se pasa revista a algunas de las eventuales fallas del gobierno que habrían producido la crisis.

### **Bajas tasas de interés y los desequilibrios globales**

La política monetaria excesivamente expansiva de la Reserva Federal a comienzos de la presente década fue, sin duda, un factor que facilitó y en cierta medida incentivó los comportamientos arriba enunciados. En efecto, la reducción de las tasas de interés a comienzos de 2001, como una manera de reducir el impacto sobre la demanda de la fuerte caída en el precio de las acciones tecnológicas, fue continuada más allá de lo razonable, ya que a comienzos de 2003 era evidente que la economía había retomado el crecimiento<sup>45</sup>. Estas tasas fueron, por cierto, inferiores a las que hubiesen resultado de aplicar la “regla de Taylor” (Fernández de Lis y Ontiveros, 2009).

Desde una óptica estructural, se puede argumentar que la política de bajas tasas de interés fue consecuencia de la mala distribución del ingreso y de un exceso de fondos prestables en el mercado internacional. Repasemos brevemente la mala distribución del ingreso como una de las razones que llevó a establecer bajas tasas de interés (Naciones Unidas, 2009)<sup>46</sup>. El argumento se fundamenta en la profundización de la inequitativa distribución del ingreso que comenzó a mediados de los años ochenta en Estados Unidos e Inglaterra, y que produjo

que los frutos del crecimiento casi no llegaron a los sectores de ingresos medios y bajos de estos países. De hecho, el coeficiente Gini en Estados Unidos pasó de un valor de 0,38 en 1982 a 0,43 en 2006 (Roach, 2009). Gran parte de este empeoramiento en la distribución del ingreso se explica por su concentración en el 10% más rico. De hecho, éste fue el único sector donde el aumento del ingreso superó al incremento de la productividad de la economía de Estados Unidos entre 1997 y 2004 (Gordon y Dew-Becker, 2005). Como consecuencia de ello, la mayor actividad no generó, como en otros períodos de crecimiento, un incremento automático de los ingresos y por ello de la demanda. La ausencia de una demanda dinámica para sostener el ciclo ascendente habría sido reemplazada por las políticas de bajas tasas de interés y de crédito abundante, lo que permitió, en el contexto de un fuerte endeudamiento del sector privado, que el consumo creciera aceleradamente<sup>47</sup>. El argumento es convincente, ya que la ausencia de un incremento de demanda asociado a los ingresos puede haber aumentado la presión para encontrar un sustituto, como sería la expansión del crédito. Sin embargo, no pareciera que haya sido un factor determinante, porque, en el extremo, presupone una estrategia basada en dar crédito a los que no tenían suficientes recursos. Además, este argumento es muy *ad hoc* para esta crisis, ya que no todas las crisis asociadas a una excesiva expansión del crédito se producen en

períodos de empeoramiento en la distribución del ingreso.

Por su parte, el exceso de fondos prestables en los mercados internacionales sería el resultado de: a) el intento de varios países, en particular de China, de evitar la apreciación de la moneda local mediante la compra de dólares por parte del Banco Central; b) la política de autoseguro mediante la acumulación de reservas de la República de Corea, la Federación de Rusia, China, Brasil y varios países en desarrollo; y c) la política de acumulación de recursos en fondos soberanos de los países petroleros<sup>18</sup>. Este aumento del ahorro en “el resto del mundo” sería la contrapartida de la baja tasa de ahorro de Estados Unidos y explicaría el déficit en cuenta corriente de este país que, sorprendentemente, pudo combinar así una reducción del ahorro con una disminución de las tasas de interés (Roubini, 2005 y Eichengreen, 2005).

Sin duda estos desequilibrios globales han tenido el efecto de incentivar la baja de las tasas de interés en el mundo desarrollado y en particular en Estados Unidos, que fue durante los últimos diez años el país que generó más del 60% del déficit en cuenta corriente de los países “deficitarios”. Desde esta óptica, mientras existan estas elevadas tasas de ahorro en el mundo en desarrollo, habría un sesgo a tasas de interés relativamente bajas en los países desarrollados, ya que es en esos países donde se invierte este “exceso de ahorro”. Dado que un excesivo crecimiento de la deuda externa de Estados Unidos

puede provocar una creciente desconfianza en el dólar y llevar a reducir el financiamiento externo, se corre el riesgo de que el cambio se produjera de forma brusca, lo que podría generar un desplome del dólar y un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, con su impacto negativo en la economía mundial. Es justo reconocer que esta crisis no tuvo estas características. La crisis no se produjo como consecuencia de una corrida sobre el dólar; más aún, su consecuencia fue una mayor demanda de dólares como mecanismo de defensa ante la incertidumbre. Sin embargo, la acumulación de deuda podría, en algún momento, producir ese efecto. Se requiere, por lo tanto, disminuir estos desequilibrios para evitar situaciones poco sostenibles en el mediano plazo y, por ende, precursoras de crisis globales<sup>19</sup>.

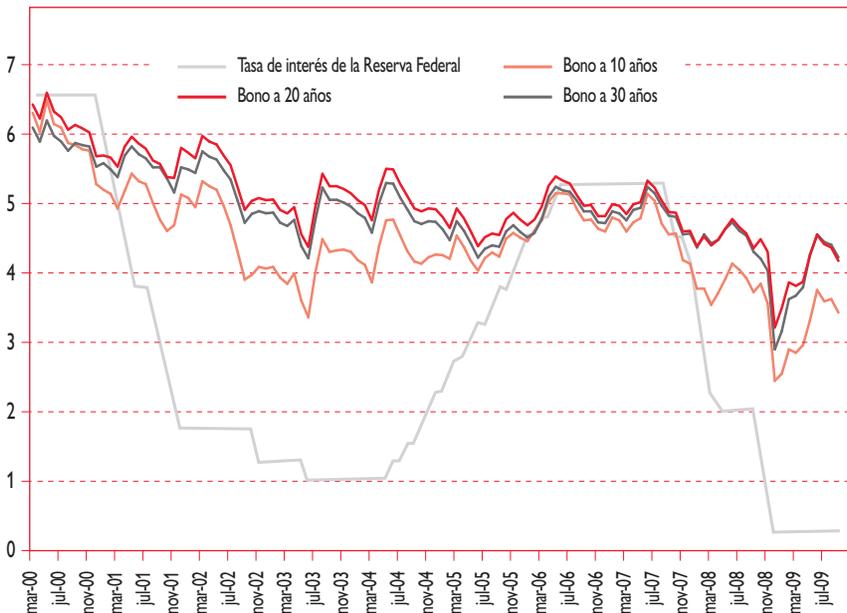
Hay, sin embargo, algunos comentarios que es conveniente hacer respecto a su efecto en la crisis que nos ocupa. En primer lugar, la abundancia de fondos prestables en los mercados internacionales debe matizarse por el hecho de que no hubo un aumento del ahorro global, ya que el incremento en China fue compensado por la disminución del ahorro en Japón y Europa (Eichengreen, 2005)<sup>20</sup>. Sin embargo, es probable que la modificación en los países que más ahorran haya aumentado la demanda de dólares, o sea, generando un mayor financiamiento para Estados Unidos, ya que China muestra una tendencia a ahorrar en dólares, mientras que Japón y Europa tienden a ahorrar en su moneda local.

En segundo lugar, a diferencia de lo que se suele sostener, el problema no fue sólo el gran ahorro de China, sino también el inexistente ahorro de las familias de Estados Unidos. Más aún, una política de mayores tasas de interés de la Reserva Federal hubiese sido, desde la óptica de los desequilibrios, posible y prudente. De hecho, una mayor tasa de interés en Estados Unidos hubiese reducido la demanda en ese país y por ende el déficit en cuenta corriente. Es decir, la causalidad en este caso no es unívoca.

En tercer lugar, el argumento de las bajas tasas de interés como la principal razón para la crisis en el mercado inmobiliario genera algunos reparos. Sin duda, las bajas tasas de interés incentivaron la demanda por activos con mayores retornos, y de esa manera contribuyeron a una actitud “menos cuidadosa” ante el riesgo. Asimismo, redujeron el incentivo para ahorrar y aumentaron la demanda de bienes durables. Sin embargo, más allá de estos efectos, es difícil de entender por qué bajas tasas de interés de

Gráfico 2

Estados Unidos: Tasa de interés de las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal y rendimiento de los Bonos del Tesoro (en porcentaje)



Fuente: Reserva Federal.

corto plazo pueden haber incidido de manera considerable en el otorgamiento de créditos hipotecarios a treinta años de plazo. De hecho, las tasas de interés de largo plazo se redujeron mucho menos que las de corto (gráfico 2). Se puede concebir que las bajas tasas de interés de corto plazo hayan sido utilizadas por los bancos comerciales como una estrategia para atraer a compradores mediante unos primeros años de tasas bajas en los créditos hipotecarios. Difícilmente puede suponerse que las entidades financieras extrapolaran esa situación a plazos más largos, porque era imposible que esas tasas fueran relevantes en el mediano y largo plazo. Además, en 2005 y 2006 era evidente que desde mediados de 2004 la Reserva Federal estaba dejando atrás la política de bajas tasas de interés. En otras palabras, sin la actitud poco responsable de un gran número de entidades financieras, incentivado por los pagos de bonos asociados a los beneficios de corto plazo, es imposible pensar que bajas tasas de corto plazo puedan haber producido una burbuja como la observada en el mercado inmobiliario (Machinea, 2009a).

Estos argumentos están en línea con un trabajo reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009, capítulo 3) que no encuentra una clara asociación entre las tasas de interés reales y el precio de la vivienda en la última década para un conjunto de países desarrollados, ya que las variaciones en el precio de las viviendas se dieron tanto en contexto de bajas como altas

tasas de interés reales de corto plazo<sup>21</sup>. Un argumento similar se encuentra en Bernanke (2010).

### **Inadecuadas medidas de resolución de la crisis: el riesgo moral**

La presencia excesiva de redes de seguridad pública, que evita el efecto disciplinador del mercado, podría ser una de las razones por la que las entidades financieras hayan estado inclinadas a tomar riesgos excesivos. Esta posición ha sido sostenida desde hace mucho tiempo por el Banco Mundial (Caprio *et al.*, 2008). El problema con esta explicación es que la propuesta que se desprende de la misma es que la actitud adoptada con Lehman Brothers habría sido la correcta, ya que de esa manera se dejó claro al mercado que no habría salvatajes indiscriminados y que, por lo tanto, era necesario adoptar actitudes más cuidadosas con el excesivo riesgo<sup>22</sup>. Si bien en nuestros días es difícil encontrar muchas opiniones favorables a este punto de vista, no puede ignorarse el hecho de que una actitud permanente de las autoridades tendente a salvar a las grandes entidades financieras en problemas puede generar una toma excesiva de riesgos, tanto de parte de los inversores como de las entidades<sup>23</sup>.

Sin embargo, lo que este argumento no toma en cuenta es por qué se supone que el riesgo moral es tan relevante cuando en la mayoría de los casos el salvataje de entidades no incluye a los accionistas. En otras palabras, el rescate de entidades con castigo económico a

los accionistas y si fuera posible responsabilidades económicas y penales para los directores, no debiera generar un incentivo a una excesiva toma de riesgos, en especial si a ello se le agrega que el Banco Central no debiera ser explícito respecto a cuál ha de ser su política en relación con las entidades financieras en problemas (“discrecionalidad constructiva”). No se nos escapa que, si bien de esa manera puede reducirse el riesgo moral de los accionistas, puede seguir habiendo cierto riesgo moral de los inversores. Para ello, la “discrecionalidad constructiva” del Banco Central debiera ser un elemento disuasivo.

En todo caso, más allá de las recomendaciones normativas, la experiencia muestra que después de la Gran Depresión no hay gobierno en el mundo que haya aplicado la disciplina del mercado hasta sus últimas consecuencias en caso de crisis, o sea “casi todos” parecen haber aprendido que no se debe intentar disciplinar al mercado y en particular a las grandes entidades financieras en medio de una crisis. La disciplina debe ser previa.

Ello no significa que el problema del riesgo moral asociado a entidades “demasiado grandes para quebrar” no merezca un tratamiento especial, ya que hay varias cuestiones que dependen de la manera en que se resuelva una situación de crisis: el costo fiscal, la posibilidad de riesgo sistémico y, vinculado a ello, la capacidad de “negociación” de los directivos de la entidad en dificultades. Lo principal, entonces,

es la manera de resolver una situación de crisis de solvencia. Para ello debe ser posible intervenir una entidad desplazando a sus autoridades cuando las instituciones a cargo de la supervisión del sistema estimen que una entidad ha perdido todo o gran parte de su capital. España durante la crisis financiera de los años setenta y varios países de América Latina que tuvieron que enfrentar crisis financieras en los años ochenta y noventa tienen experiencias y metodologías que podrían ser de utilidad. Alternativa o complementariamente, es posible imponer una tasa especial a los grandes bancos por los riesgos sistémicos que los mismos entrañan<sup>24</sup>.

Por otra parte, lo que muestra la actual crisis es que tampoco parece viable un sistema dual, donde hay algunos intermediarios financieros regulados y supervisados y con una red de seguridad explícita, y otros no regulados pero sin red de seguridad (*narrow banking*). Como fue mencionado previamente, la interconexión de los intermediarios hace poco viable esta alternativa<sup>25</sup>. La solución pasa por evitar una excesiva expansión de los intermediarios financieros sin red de seguridad y mejorar las regulaciones en la parte del sistema que no ha estado regulada. Vale la pena recordar que en esta crisis los problemas surgieron primero en los intermediarios financieros sin regulación o con una regulación más laxa, y fue necesario intervenir para evitar una quiebra en cadena. Las deficiencias de la regulación no desaparecen eliminando la regulación.

### Deficientes regulaciones

Hay quienes opinan que el problema ha sido que los reguladores y supervisores no fueron eficientes para adaptarse a las innovaciones del mercado financiero. No observaron, entre otras cosas, que los modelos utilizados para evaluar el riesgo eran incorrectos, ni el doble papel de las agencias de riesgo como clientes y evaluadoras de las entidades financieras, y de los activos puestos a la venta en el mercado de capitales, y no previnieron sobre el riesgo de los pasivos escondidos en los balances de las entidades, ni sobre la dificultad para evaluar el riesgo en varios “paquetes” de hipotecas que se ofrecían en los mercados de capital. Es interesante notar que mientras los reguladores de Estados Unidos fallaron al permitir una inadecuada valuación del riesgo, los europeos lo hicieron al aceptar que sus bancos, con la excepción de España, tomaran papeles que incluían esos malos activos.

Considerando los hechos que han ido saliendo a la luz durante el último año, el argumentar en contra de una deficiente regulación y supervisión es imposible. Sin embargo, lo relevante es preguntarse por qué la regulación y la supervisión no fueron adecuadas de forma simultánea en varios países. Al respecto, y más allá de las dificultades de los reguladores para seguir las complejidades de las innovaciones financieras, a nuestro modo de ver, gran parte de la respuesta debe buscarse en el intento de los reguladores nacionales de favorecer “la

competitividad” de las entidades financieras nacionales en el ámbito global. En el extremo, lo que esta experiencia muestra es que la falta de coordinación global puede llevar a una carrera para eliminar regulaciones y suavizar la supervisión (“*race to the bottom*”) de manera similar a lo que ha pasado, por falta de una mínima coordinación, con las tasas y la estructura impositiva de varios países en desarrollo. Por otra parte, esta búsqueda de competitividad basada en que las regulaciones y la supervisión fueran relativamente laxas, no debiera resultar en riesgos excesivos según la visión dominante en ese entonces, la que sostenía que el mercado financiero buscaría sus propios equilibrios. Esa estrategia se manifestaba en una característica de los Acuerdos de Basilea, como era la “autorregulación de los intermediarios financieros” como piedra básica de la regulación del sistema. Sin esa visión y la consecuente normativa, resulta difícil creer que los reguladores y supervisores hubieran ignorado el apalancamiento y la opacidad del sistema. Por ello, como decíamos en la sección previa, gran parte de las inadecuadas regulaciones fueron resultado de una concepción sobre el efecto autorregulador del mercado que, una vez más, resultó erróneo.

### IV. Reflexiones finales

Los orígenes de la crisis deben buscarse en distintos factores, pero entre ellos el más relevante

es la visión que otorgaba un papel central a la autorregulación del mercado financiero, un enfoque que ha terminado en innumerables crisis a lo largo de la historia como consecuencia de la inestabilidad endémica del sistema, la que principalmente se manifiesta en un excesivo apalancamiento procíclico. En ese contexto de desregulación, ingredientes centrales de la crisis fueron la posibilidad de dar créditos y pasar a otros inversores el riesgo de cobrarlos, los incentivos asociados a las retribuciones de los ejecutivos y los estímulos perversos de las agencias de riesgo que se convirtieron en juez y parte en la calificación de entidades e instrumentos. Sin la opacidad que caracterizó al sistema es imposible pensar que la mala evaluación del riesgo hubiese alcanzado los niveles que caracterizaron a esta crisis. A su vez, sin la magnitud de la interconexión entre entidades financieras, la crisis difícilmente hubiese tenido las proporciones que adquirió en Estados Unidos y en el ámbito global.

Por lo tanto, es necesario mejorar la regulación y supervisión del sistema. Es esa regulación la que debe ser el instrumento central para evitar o reducir la ocurrencia de crisis asociada a la exuberancia de los mercados de crédito. Dados los problemas de economía política para implantar medidas contra-cíclicas en la fase ascendente del ciclo, debiera fijarse una regla que establezca la evolución del apalancamiento del sistema, de manera que éste disminuya en la fase ascendente del ciclo y aumente en la

recesión. A ello debieran agregársele regulaciones específicas si se observara un excesivo crecimiento del crédito a un sector que esté provocando el aumento del precio de un activo.

Ello implica, a nuestro entender, que la tasa de interés no debe ser el instrumento para regular el precio de los activos, ya que al menos hay dos objetivos, y como sabemos ya son demasiados, a los cuales la política monetaria debiera orientar el esfuerzo: la inflación y el nivel de actividad económica<sup>26</sup>. Si bien es cierto que usualmente la tasa de inflación y crecimiento del producto están claramente relacionadas, debe considerarse la existencia de divergencias en casos de *shocks* de oferta o de ciertas asimetrías entre un aumento o disminución de la inflación, asimetrías asociadas a ciertas rigideces nominales. A ello debiera agregársele la intervención discrecional en el mercado cambiario para evitar bruscas oscilaciones del tipo de cambio, en especial fuertes apreciaciones. Sin embargo, considerando las imperfecciones en el mercado de capitales, el costo no es tanto los grados de libertad de la política monetaria sino el costo fiscal asociado a la esterilización. Además, es posible agregar un instrumento adicional, como son las trabas al movimiento de capitales, cuando la tendencia a la apreciación reconoce sus razones en el ingreso de capitales<sup>27</sup>.

No hay duda de que los desequilibrios globales crearon las condiciones para la exuberancia de los mercados y, en particular, para las relativamente bajas tasas de interés. Sin

embargo, las tasas de largo plazo no bajaron tanto y la exuberancia continuó aun en el período en que la Reserva Federal comenzó a dar señales de que la etapa de bajas tasas de interés había quedado atrás. Por otra parte, los desequilibrios globales no son sólo causa de las bajas tasas de interés, sino que también son consecuencia de las mismas.

En cualquier caso, los desequilibrios globales generan tensiones económicas y políticas que imponen riesgos de bruscos ajustes en los tipos de cambio y las tasas de interés y que exacerban las políticas proteccionistas. Estas tensiones tienen alcance global en la medida en que involucran a Estados Unidos y China, por lo que reducir estos desequilibrios es esencial para asegurar la sostenibilidad del crecimiento global. Por lo tanto, al menos parte del aumento de la demanda que se requiere para hacer sostenible la recuperación no debiera venir del sector privado de los países deficitarios, o sea que si bien se necesita un aumento de la demanda del sector privado en Estados Unidos, el mismo tiene que ser complementado con el incremento de la demanda en los países superavitarios (principalmente China, Alemania y Japón). Asimismo, el ajuste de estos desequilibrios implica la apreciación del tipo de cambio de los países superavitarios. En particular, en la medida en que el yuan no se aprecie respecto del dólar, reducir el desequilibrio requerirá una mayor apreciación de las monedas del resto de los países en desarrollo y de los desarrollados<sup>28</sup>.

Del mismo modo, reducir los desequilibrios globales requiere de dos medidas adicionales. En primer lugar, la existencia de un prestamista global de última instancia que reduzca el sesgo al autoaseguramiento de los países en desarrollo en caso de crisis. Pasos en esta dirección han sido dados con el aumento de los recursos del FMI y la introducción de mayor flexibilidad en su política de créditos. En segundo lugar, ir gradualmente reemplazando el dólar como moneda de pago y de reserva por una moneda internacional como los Derechos Especiales de Giro, lo que hará a la economía internacional menos dependiente de Estados Unidos y dificultará a este país incurrir en déficit excesivos en su cuenta corriente.

Un comentario vinculado al rescate de bancos, un tema de especial relevancia a la luz de las enormes transferencias de recursos involucrados en la última crisis. Hay dos argumentos que se han esgrimido para evitar esos rescates: el costo fiscal y el riesgo moral. Al respecto, es interesante observar que la historia nos muestra que después de la crisis de 1930 es difícil encontrar situaciones de crisis financieras agudas que no hayan terminado en fuertes intervenciones de las autoridades económicas. Es decir, ha habido una clara priorización del riesgo sistémico sobre el riesgo moral. La razón es obvia: una crisis sistémica puede generar un elevado costo en términos de caída de producto y aumento del desempleo, que también tiene un elevado costo fiscal, mientras que los costos

en términos de riesgo moral no parecen tan elevados o, al menos, aparecen como alejados en el tiempo. Además, con el objeto de reducir el riesgo moral de estas intervenciones se han utilizado, usualmente, dos estrategias: a) la “discrecionalidad constructiva”; y b) evitar salvar a los accionistas de las entidades. Para evitar salvar a los accionistas un mecanismo de intervención temprana de la entidad en problemas es crucial. Por su parte, la discrecionalidad constructiva implica que el banco central no debe ser explícito respecto a cuál ha de ser su política en relación con los acreedores de las entidades financieras que son intervenidas.

Una política de este tipo tiende a reducir la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos y de los inversores. Sin embargo, debe recordarse que los que toman las decisiones en los bancos son los ejecutivos más que los accionistas, y que los inversores en instituciones grandes siempre estarán protegidos por un seguro implícito, porque la discrecionalidad difícilmente lleve a liquidar, después de la experiencia de Lehman Brothers, a un banco grande. Por ello, deben cambiarse los incentivos de los ejecutivos de los bancos y realizar intervenciones que compensen tanto el sesgo a la concentración por el seguro implícito como el eventual impacto en el riesgo sistémico. Una manera de hacerlo es a través de un impuesto creciente con el tamaño de la institución.

Además, debiera prohibirse a los bancos comerciales, cruciales en el sistema de pagos,

realizar algunas operaciones que entrañan excesivos riesgos y donde su aporte es secundario, tales como las vinculadas a los *hedge funds* y los fondos privados de acciones.

Finalmente, la recuperación de un cierto nivel de crecimiento en un plazo relativamente breve, en especial a la luz de los pronósticos de menos de un año atrás, tiene claros beneficios. Sin embargo, junto con esos beneficios se reduce la presión para realizar ciertas reformas estructurales, en particular en el sector financiero. El no lograr avances en esas reformas puede llevar a una nueva crisis en un tiempo no demasiado largo. Las entidades financieras que han sobrevivido gracias a la intervención del sector público parecen ahora poco dispuestas a aceptar un fuerte cambio en las reglas del juego. Esa actitud no es un tema de escasa relevancia considerando su influencia, en especial en Estados Unidos, sobre el diseño no sólo de la política financiera sino también de la política económica en términos generales. La urgencia de las reformas tiene que ver, entonces, no sólo con las necesidades económicas, sino también con los tiempos políticos.

## Referencias bibliográficas

- Alonso, J. A. (2009): "Coordinación macroeconómica internacional: Difícil pero necesaria", en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg, Ediciones Empresa Global.
- Bagehot, W. (1920): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres. John Murray Publicado originalmente en 1873.
- Bernanke, Ben S. (2010): "Monetary Policy and the Housing Bubble", at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 de enero.
- BIS (Bank for International Settlements) (2009): "BIS Annual Report 2008/09", Basilea, junio.
- Bruner, R. y S. Carr (2007): *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Caprio, G. Jr. y Williams College (2009): "Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis", septiembre.
- Caprio, G. Jr., A. Demirgüç-Kunt y E. J. Kane (2008): "The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons, not Scapegoats", *Policy Research Working Paper*, n° 4756, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Crotty, J. (2009): "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture' ", *Cambridge Journal of Economics*, Oxford, julio.
- De Grauwe, P. (2009): "Economics Is in Crisis: It Is Time for a Profound Revamp", *Financial Times*, 21 de julio.
- Eichengreen, B. (2005): *The Blind Men and the Elephant*, Universidad de California, Berkeley, noviembre.
- Fanelli, José M. (2008): *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Palgrave, Macmillan, Nueva York.
- Fernández de Lis, Santiago y Ontiveros, Emilio (2009): "Cómo corregir la asimetría de las políticas monetarias y la pro-ciclicidad de la regulación financiera", en *Cim.economía: Revista económica de Castilla-La Mancha*, n° 14, pp. 233-242.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2008): *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington D.C., octubre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009a): *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C., octubre.
- FMI (2009b): *Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead*, Washington D.C., octubre.
- High Level Group on Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) (2009), Bruselas, febrero.
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres.
- Kindleberger, C. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, Nueva York.
- Leijonhufvud, A. (2009): "Effective Demand Failures", *Swedish Economic Journal*, marzo.
- Machinea, José Luis (2009a): "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", CEPAL, *Revista de la CEPAL*, n° 97, abril.
- Machinea, José Luis (2009b): "Algunas reflexiones respecto a las reformas de la arquitectura financiera en el ámbito nacional e internacional", Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT), Universidad de Alcalá (UAH).
- Minsky, H. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, Londres.
- Mizen, P. (2008): "The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, n° 90(5), septiembre-octubre.
- Naciones Unidas (2009): "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations

- General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”, United Nations, Nueva York, 21 de septiembre.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2009): “This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, Princeton.
- Roubini, N. (2005): “Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations”, Universidad de Nueva York, Nueva York, inédito.
- Shiller, R. J. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- Taylor, J. B. (2009a): “Systemic Risk and the Role of Government”, Keynote at the 13<sup>th</sup> Annual Forum, Conference on Financial Innovation and Crises, Federal Reserve Bank of Atlanta, Georgia, 12 de mayo.
- Taylor, J. B. (2009b): “Subcommittee on Commercial and Administrative Law”, Testimony at the House Committee on the Judiciary, United States House of Representatives, 22 de octubre.
- Volcker, Paul (2010): “How to Reform Our Financial System”, *The New York Times*, 30 de enero.
- Wade, Robert (2009): “From Global Imbalances to Global Reorganisations”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, n° 4, pp. 539-562.
- Wolf, Martin (2009): “Why Narrow Banking Alone is not the Finance Solution”, *Financial Times*, 29 de septiembre.

## Notas

- 1 El consenso, por cierto, no es total. Para otro punto de vista, véase J. Taylor (2009a y b). Por su parte, A. Leijonhufvud (2009) argumenta que estas medidas no tendrán efecto en restablecer el crecimiento si no se resuelven los problemas del balance que afectan a los bancos y restringen su capacidad de prestar.
- 2 Se estima que el 80% eran operaciones “*over the counter*” sin registro de ningún tipo.
- 3 Al final de 2007 JP Morgan & Chase y Citigroup tenían aproximadamente un trillón de esos activos fuera del balance. Para el Citigroup ello representaba la mitad de todos los activos del banco (Crotty, 2009).
- 4 Los “paquetes de hipotecas” formaban parte de los CDO (*collateralised debt obligations*) e incluían miles o cientos de miles de hipotecas. La dificultad para evaluar estos paquetes se convertía en imposibilidad cuando se emitían CDO al cuadrado, que incluían varios CDO, o al cubo (Mizen, 2008).
- 5 Así como las crisis generan incertidumbre, los ciclos positivos generan un aumento general de la confianza; al respecto Bagehot escribía: “*In England, after a great calamity, everybody is suspicious of everybody, as soon as that calamity is forgotten, everybody again confides in everybody*” (véase la edición de 1920, pp. 124-125).
- 6 La cantidad y el monto de las operaciones aseguradas era de alrededor de 450 mil millones de dólares, de los cuales 55 mil millones correspondían a créditos garantizados por hipotecas *subprime*.
- 7 Hay por cierto explicaciones más estructurales, como la que asocia las crisis financieras a las revoluciones tecnológicas (Pérez, 2002).
- 8 En 2004 la *US Securities and Exchange Commission* pasó de autorizar a los bancos de inversión una relación de 12 entre activos y capital a una de 40. No es de extrañar entonces que al comienzo de la crisis estos bancos tuvieran un apalancamiento superior a 30.
- 9 Esta visión está en línea con la de Keynes (1936), que enfatizaba la inestabilidad económica y en especial la dificultad de la macroeconomía para volver a la situación de equilibrio.
- 10 Se habla de financiamiento especulativo cuando los ingresos sólo permiten pagar los intereses pero no el capital; de financiamiento Ponzi, cuando los ingresos no son suficientes para pagar los intereses (menos aún el capital). En ambos casos las ganancias de capital son centrales para “sobrevivir”.
- 11 Este mayor apalancamiento que Minsky observara en la fase expansiva del ciclo ha sido corroborado por Reinhart y Rogoff (2009). Como bien se señala en el Informe del High Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), el apalancamiento de varias entidades financieras durante los años previos a la crisis había superado el valor de treinta y en varias se situaba en alrededor de sesenta.
- 12 Si bien la dimensión que han alcanzado otros intermediarios financieros es inédita, no lo es su existencia y relevancia. Hace cien años las dificultades de los *Trust Funds* y de los agentes de bolsa fueron cruciales para explicar los momentos más críticos de la crisis financiera de 1907, y su resolución favorable (Bruner y Carr, 2007).
- 13 En el año 2005 más del 40% de los ingresos de Moody fueron consecuencia de la calificación de instrumentos emitidos por los bancos, como bonos garantizados por hipotecas o por otros tipos de crédito (Crotty, 2009).
- 14 Por cierto, las medidas deben incluir otras cuestiones (Machinea, 2009b).
- 15 La última disminución de las tasas de interés de la Reserva Federal tuvo lugar en junio de 2003 y el excesivamente gradual incremento de las mismas recién comenzó un año más tarde (gráfico 2).
- 16 Una idea del empeoramiento en la distribución del ingreso en Estados Unidos es: mientras el 1% de la población concentraba entre el 8 y el 10%

- del ingreso en la década de los años setenta, este valor llegó al 23% en 2006, un valor similar al de 1929 (Wade, 2009).
- <sup>17</sup> La deuda de las familias pasó del 76% del PIB en 1994 al 122% en 2007.
- <sup>18</sup> En muchos casos coexistieron los factores mencionados en a) y b).
- <sup>19</sup> Las presiones no son sólo económicas. El tener a dos o tres países poseedores del 50% de las reservas internacionales del mundo genera cierta inestabilidad política vinculada con el manejo que se haga de esas divisas, aunque se puede argumentar, como muchos lo han hecho, que esas reservas son, al mismo tiempo, el seguro de que nadie tratará de “sacar los pies del plato” porque ello produciría pérdidas económicas mayores a los propios “desestabilizadores”.
- <sup>20</sup> En la presente década, el ahorro global se ubicó en torno a 22,5% del PIB, valor apenas superior al de la década anterior. Sin embargo, mientras que las economías en desarrollo aumentaron su ahorro en 7 puntos porcentuales del PIB entre esta década y la pasada (destacándose Asia en desarrollo con un incremento de 9 puntos porcentuales), los países desarrollados lo redujeron en un monto similar, fundamentalmente por la disminución en Estados Unidos (-2,6 puntos porcentuales), Japón (-4,5) y en menor medida la zona euro (-0,7).
- <sup>21</sup> Las reducciones de tasas del Banco Central de Europa fueron menores que la de la Reserva Federal y, sin embargo, hubo también una burbuja inmobiliaria en algunos países de la Europa continental. En particular, cabe notar que en el Reino Unido la disminución de tasas fue mucho menor, y la burbuja en el precio de las viviendas, una de las más grandes de Europa.
- <sup>22</sup> De hecho, ésa fue la propuesta implícita de los investigadores del Banco Mundial que criticaron con vehemencia el salvataje de Bearn Stearn meses antes de la liquidación de Lehman.
- <sup>23</sup> Hay, sin embargo, quienes opinan que la respuesta a la crisis debe ser menos regulaciones y menos redes de seguridad (Caprio, 2009).
- <sup>24</sup> Además, debiera prohibirse a los bancos comerciales, cruciales en el sistema de pagos, realizar algunas operaciones que entrañan excesivos riesgos y donde su aporte es secundario, tales como las vinculadas a los *hedge funds* y los fondos privados de acciones (Volcker, 2010).
- <sup>25</sup> Sobre este tema véanse las distintas opiniones de Paul de Grauwe (2009) y Martin Wolf (2009).
- <sup>26</sup> Suponiendo que, al menos en ciclos no muy pronunciados, no hay mucho margen para la política fiscal.
- <sup>27</sup> Cuando la apreciación viene de la mano de un fuerte superávit en cuenta corriente o en el balance básico (cuenta corriente más inversión extranjera directa), como fue el caso en gran parte de la presente década en América Latina, el problema se torna más complejo, aunque siempre queda la posibilidad de intervenciones en el mercado cambiario, al menos para introducir cierta incertidumbre sobre el movimiento del tipo de cambio.
- <sup>28</sup> A diferencia de la subvaluación de las monedas de los tigres asiáticos durante las décadas de los años sesenta y setenta, que tenían un peso menor en los equilibrios globales, la subvaluación en China genera fuertes desequilibrios en el ámbito global.

## Paisaje después de la batalla: singularidad y consecuencias de la crisis financiera global

### **Resumen:**

El artículo analiza los elementos distintivos de la presente crisis y discute cuáles pueden ser los rasgos que probablemente caractericen la nueva escena financiera internacional. Se parte, para ello, de la crítica a los fundamentos doctrinales que tanto en la macroeconomía como en las finanzas han dominado en las últimas décadas. Por último, se apuntan las nuevas tendencias derivadas tanto de la respuesta de las autoridades en materia de regulación y supervisión como en las formas de organización de las empresas de prestación de servicios financieros.

### *Palabras clave:*

crisis económica y financiera, macroeconomía, servicios financieros, Fondo Monetario Internacional (FMI)

### **Abstract:**

The article analyses the distinctive elements of the current economic crisis, and also debates which could be the characteristics of the new international financial scenario. With that aim, it starts with a review of the doctrinal foundations that have dominated over the last decades, both in macroeconomics and finance. Finally, it points out new tendencies that came from both the authorities responses on regulatory and supervision matters and organizing procedures of financial services firms.

### *Key words:*

economic and financial crisis, macroeconomics, financial services, International Monetary Found (IMF)



## Paisaje después de la batalla: singularidad y consecuencias de la crisis financiera global

### I. Introducción

Fue algo más que un accidente. La crisis bancaria que desencadenó la primera recesión global desde la Segunda Guerra Mundial no es un episodio más de esos recurrentes que ilustran la inestabilidad intrínseca del sistema a la que se refería el ahora repetidamente evocado Hyman Minsky. Aunque no haya sido la primera convulsión financiera moderna, es cierto que es la que más daño ha infringido al conjunto de las economías, al desencadenar la más severa y sincrónica recesión en la OCDE y, por extensión, en la economía mundial. Lo ha hecho con bastante independencia de su proximidad geográfica al epicentro de la crisis, el sistema bancario estadounidense.

Esta crisis ha constituido un trauma sin precedentes en el sistema financiero global cuyas consecuencias trascenderán a las ya observa-

das sobre los sistemas financieros nacionales, o en el daño al potencial de crecimiento de las economías más afectadas. En esa suerte de historia de la infamia financiera que podría construirse a partir del colapso del sistema de Bretton Woods esta crisis ya tiene una posición destacada. Es muy probable que también acredite su diferenciación por haber desencadenado una revisión de aspectos esenciales en las finanzas, en el funcionamiento de los sistemas financieros nacionales y del sistema financiero global. El papel de la innovación financiera, de los gobiernos, de las agencias de calificación crediticia o la propia catalogación tradicional de las especies que integran la fauna financiera (bancos de inversión, bancos comerciales, compañías de seguros, agencias de calificación crediticia, etc.) han sido cuestionados como si de una enmienda a la totalidad del funcionamiento de los sistemas financieros se tratara.

El propio sistema económico ha mostrado una fragilidad superior a la que proyectaba hasta la emergencia de esta crisis. El capitalismo ha fallado, enuncia Richard A. Posner (2009) en su último libro. Existe evidencia suficiente para afirmar que la crisis financiera es en realidad una crisis del sistema económico, más que un fallo de los gobiernos, sostiene el conocido juez y profesor de Derecho de la Universidad de Chicago. El capitalismo, en efecto, ha quedado desnudo y algunas de las formas reveladas por la crisis no han sido particularmente tranquilizadoras, no han transmitido excesiva confianza. Se han desvelado deficientes regulaciones y una excesivamente fácil extensión de incentivos perversos, cuya combinación ha sido nefasta. Las pérdidas de riqueza financiera y de bienestar que esta crisis ha originado justifican la revisión de algunas de las normas e instituciones esenciales en las que se ha basado el funcionamiento de la mayoría de los sistemas financieros de las economías avanzadas.

Esta crisis es de esperar constituya un gran escarmiento. Recordaba el profesor de Economía en la Universidad de Harvard Gregory Mankiw (2009), antiguo presidente del consejo de asesores económicos de George W. Bush, algunos aspectos que necesariamente deberán abordarse de forma distinta a como hasta ahora se trataban en los cursos de introducción a la economía. Uno de los más importantes es el propio papel de la intermediación financiera –la conducción de

recursos financieros desde los ahorradores hacia los inversores finales–, propósito esencial de los sistemas financieros.

A perfilar en qué direcciones puede cambiar esa función se dedican las notas que siguen. Podemos tomar prestado de Juan Goytisolo el título de su novela *Paisaje después de la batalla* para amparar lo que pueden ser aquellos rasgos que muy probablemente caracterizarán la nueva escena financiera internacional, tras una crisis que ya nadie cuestiona ha constituido la referencia de partida en una nueva etapa en la historia de las finanzas y en la industria de servicios financieros.

No es un ejercicio particularmente complicado. Las huellas de la crisis, la alteración del paisaje en la industria de servicios financieros, ya han sido en algunos casos más que insinuados. Se trata de tendencias derivadas tanto de las actuaciones de las autoridades en algunos países sobre la regulación y supervisión financiera como en la adaptación de los propios agentes financieros, alterando aspectos esenciales, por ejemplo en la gestión de riesgos o en las formas de organización de las propias empresas de servicios financieros.

## II. La singularidad del trauma

Todavía estamos insertos en un período en el que el capitalismo ha estado cuestionado, técnica e ideológicamente. Desde aquellos años

treinta del siglo pasado razonablemente asociados a la emergencia de la más costosa de las crisis económicas que ha sufrido la humanidad, la que conformó la Gran Depresión, no es fácil encontrar muchos momentos como el que sucedió a esta crisis. Esa suerte de desafección y desconfianza hacia el sistema económico no deviene únicamente de la propia envergadura de la crisis y de sus nefastas consecuencias sobre el bienestar de un amplio número de personas en todo el mundo, sino también de las no menos explícitas dificultades para salir de ella, para gestionarla, casi tres años después de su emergencia. La significación de esa sensación de vulnerabilidad es mayor si tenemos en cuenta algunos de los rasgos que la singularizan<sup>1</sup>, en particular su emergencia en el corazón del sistema financiero global.

Es precisamente el hecho de que la crisis se desencadene en la economía con el más desarrollado sistema financiero del mundo lo que concede inicialmente una mayor trascendencia internacional, mayores posibilidades de contagio, como efectivamente así fue. Pero junto a ese potencial desestabilizador, muy distante de los epicentros de anteriores crisis (normalmente localizados en economías menos avanzadas), el desarrollo de la crisis ha desvelado insospechadas carencias y anomalías en el funcionamiento del sistema financiero estadounidense. En la gestión de riesgo de sus principales operadores, pero también en la capacidad para la supervisión eficiente de las instituciones responsables<sup>2</sup>.

El episodio de la estafa perpetrada por Bernard Madoff, ex presidente del mercado NASDAQ, es inquietante no tanto por el alcance cuantitativo de la estafa, o por la significación de los estafados (miembros muchos de ellos de las élites financieras del mundo), sino por la incapacidad o complacencia del supervisor estadounidense, la Securities and Exchange Commission (SEC), para detectar la gradual alimentación a lo largo de los años de ese esquema Ponzi en el que se basó la estafa financiera más importante de la historia. La inquietud es mayor si cabe al verificar que uno de los competidores de Madoff, Harry Markopolos, había denunciado en varias ocasiones las prácticas de Madoff ante la SEC. Ésta no reaccionó hasta que Madoff fue arrestado. Fueron fallos que inmediatamente recordaron los que se pusieron de manifiesto tras los fraudes de Enron o WorldCom, a principios de esta década. Desde una perspectiva de la ciencia política, R. Posner (2009) subraya que el aspecto más destacable de este escándalo es la luz que arroja sobre una filosofía de gobierno que por sí sola contribuyó a la depresión.

No hace falta insistir mucho en que la inquietud en este punto está tanto más justificada cuanto que ese sistema financiero es el que ha constituido una referencia paradigmática, no solo para los países menos desarrollados. Hacia conformaciones como las de los sistemas financieros de EE UU y Reino Unido

(donde curiosamente la crisis ha sido más devastadora, justificando la nacionalización de importantes empresas financieras) es donde se dirigía a lo largo de las últimas décadas esa suerte de deriva de los sistemas financieros nacionales en casi todo el mundo, en particular los más bancarizados.

Efectivamente, tras la crisis financiera iniciada en el sureste asiático, en el verano de 1997, fueron los sistemas financieros de las economías menos avanzadas los que se cuestionaron: la calidad de sus instituciones, las prácticas de sus bancos centrales, o la existencia de esas “puertas giratorias” entre los gobiernos y las entidades bancarias, o entre éstas y las empresas industriales, ampararon esa caracterización de “crony capitalism”, o “capitalismo de amiguetes”, en no pocas de las economías asiáticas. Ahora algunas de las prácticas entonces criticadas se han revelado arraigadas también en algunos sistemas financieros más avanzados. Han sido hábitos poco sanos, distantes de ese juego limpio que se supone intrínseco al sistema de libre mercado en la mejor de sus versiones. Episodios algunos de ellos cercanos a esa suerte de tráfico de favores entre las élites, generadores de gran desafección entre los consumidores de servicios financieros y no pocos académicos.

Las referencias a la “colonización del Tesoro estadounidense” por los bancos de inversión, o a las no siempre ortodoxas actuaciones de

éstos, han constituido una suerte de “shock” para quienes confiaban en esa dimensión ejemplar estrechamente asociada a esa factoría del conocimiento financiero en que se había constituido Wall Street desde hace tres décadas. Su arquitectura institucional, la obsesión desreguladora, o el comportamiento de los agentes, han debilitado seriamente el predicamento que el sistema financiero estadounidense mantenía.

Los otros rasgos que conceden singularidad a la crisis, muchos de ellos estrechamente asociados a la significación del epicentro, nos remiten a la significación de las entidades que han quebrado (Lehman Brothers es la más emblemática, pero en modo alguno la única) o han sido nacionalizadas, o a la igualmente inusual intensidad del contagio financiero y real que esta convulsión ha propagado.

### III. Perplejidades y controversias macroeconómicas

Con esa intención prospectiva que el conjunto de estas notas pretenden tampoco puede pasarse por alto la huella que la crisis dejará en algunas áreas de la ciencia económica. En las finanzas, en el análisis macroeconómico y, desde luego, en la política económica. Hipótesis consideradas centrales en la moderna teoría financiera, como la racionalidad que inspira el comportamiento de los agentes o la eficiencia

de los mercados financieros, han sido cuestionadas. El ascenso de explicaciones próximas a la “behavioural economics” es una de las consecuencias más explícitas. Una preciosa ocasión para que la profesión académica discuta abiertamente acerca de la validez de algunas proposiciones hasta ahora consideradas centrales en algunas de esas áreas de conocimiento. Donde esa discusión es probablemente más intensa, y a la vez dispone de mayor trascendencia, es en las políticas macroeconómicas. Las razones son básicamente dos: la agresividad de las políticas económicas utilizadas han definido un grado de intervención de los gobiernos en la actividad económica sin muchos precedentes, con un respaldo inequívoco de aquellas agencias multilaterales alejadas en el pasado de cualquier tentación keynesiana en la gestión de las crisis; en segundo lugar, la controversia abierta en el seno de la comunidad académica y el papel jugado por el propio FMI en la apertura de una significativa revisión de las políticas macroeconómicas hasta ahora consideradas válidas. Revisemos estos aspectos.

Uno de los rasgos que ha singularizado esta crisis es la agresividad de las políticas económicas, de la acción de los gobiernos. Desde la Gran Depresión no se había presenciado un despliegue de terapias tan amplio y cuantitativamente tan importante: el mayor cóctel keynesiano inyectado a la economía mundial en tiempos de paz, con palabras de *The Economist*

(2010b). Aun cuando merezcan algunas de las muchas críticas que se han formulado –lentitud, falta de articulación, coordinación insuficiente de los gobiernos, etc.–, ha sido gracias a ellas que se han evitado males peores.

Desde las inyecciones de liquidez concertadas por los principales bancos centrales del mundo (lideradas por el BCE), en el verano de 2007, tras el colapso de los mercados interbancarios, hasta las ampliaciones de subastas de liquidez todavía vigentes, las políticas monetarias han hecho un despliegue sin precedentes. El mantenimiento de los tipos de interés de referencia en mínimos históricos, próximos a cero en algunos casos, da cuenta igualmente de esa singularidad. Ambas decisiones (compras de activos financieros por los bancos centrales y mantenimiento de los tipos de interés oficiales próximos a cero) constituyen lo que se ha denominado “quantitative easing”, un eufemismo más para denotar el uso de métodos manifiestamente heterodoxos con los que inyectar grandes cantidades de dinero en la economía y tratar de reducir su precio. Algo no muy distinto a la impresión de billetes a gran escala o al metafórico recurso que hizo Milton Friedman al “helicopter drop”: al lanzamiento de dólares desde el aire para neutralizar los peligros asociados a una hipotética dinámica deflacionista.

Tampoco es posible encontrar precedentes a las políticas presupuestarias adoptadas, de forma destacada en EE UU, si no es remon-

tándonos a los años treinta del pasado siglo. El aumento del gasto público fue necesario, en primer lugar, para fortalecer los recursos propios de los bancos o incluso evitar males peores como los asociados a la presunción del “demasiado grande para caer”, que han terminado en la nacionalización de importantes bancos y compañías de seguros en los sistemas financieros estadounidense y británico, fundamentalmente. Al sostenimiento del desplome en la demanda agregada también fueron destinados importantes recursos públicos a través de excepcionales programas de inversión, en algunos casos por cuantías igualmente sin precedentes. La consecuencia de todo ello ha sido el ascenso del déficit y de la deuda pública en la mayoría de las economías de la OCDE. Estimaciones del FMI anticipan que la deuda pública media del grupo de economías más ricas de las integradas en el G-20 superará el 100% del PIB en 2014, desde el 70% en 2000. Pero esas cifras en modo alguno deslegitiman la acción de los gobiernos: la inacción habría traído consigo peores resultados para la mayoría de los ciudadanos. Efectivamente, a pesar de esa pesada carga sobre el futuro de las cuentas públicas, está en lo cierto el premio Nobel Robert Lucas al afirmar sarcásticamente que “todo el mundo es un keynesiano metido en una trinchera”. A medida que la recuperación se afiance en EE UU esa “salida del armario” será, efectivamente, mucho más explícita.

### La controversia de las macros

Ha sido precisamente el profesor de la Universidad de Chicago uno de los primeros en salir al paso de la creciente deslegitimación de los economistas como consecuencia de su incapacidad para anticipar la crisis, para frenar su rápida propagación o acertar en su tratamiento. En un artículo en *The Economist*, Robert Lucas (2009) trataba de salvar algunos de los fundamentos de la moderna macroeconomía y, quizás con más interés, de las modernas finanzas, como la hipótesis de eficiencia de los mercados financieros que formulara su compañero de universidad, Eugene Fama, hace cuarenta años.

Uno de los desencadenantes de la controversia, en cierta medida todavía activa, la sirvió el último premio Nobel de Economía, Paul Krugman, en un ciclo de conferencias en la London School of Economics en junio de 2009 (<http://www2.lse.ac.uk/newsAndMedia/videoAndAudio/publicEventsVideos/publicEventsVideosPrevious.aspx>) en las que criticó duramente algunas de las aportaciones a la macroeconomía realizadas en las tres últimas décadas<sup>3</sup>. En un artículo en la revista dominical del *New York Times*, en septiembre, de título suficientemente elocuente (“How Did Economists Get It So Wrong?”), sistematizaba esas ideas, destacando que el peor de los errores de los macroeconomistas en esta crisis no fue tanto de naturaleza predictiva –la incapacidad para anticiparla– como la ceguera de la profesión ante posibles fallos de conse-

cuencias catastróficas en el funcionamiento de la economía de mercado.

En la controversia, la influencia del padre de la macroeconomía, John Maynard Keynes, estaba en el ambiente. Su más importante biógrafo y conocedor de su obra, el respetado Robert Skidelsky (2009), comparecía con la presentación de una nueva obra. Afirmaba que las causas últimas de esta crisis radicaban en el fallo de la propia disciplina económica. Ideas erróneas que legitimando la desregulación financiera propiciaron la explosión del crédito que derivó en el colapso de 2007. Esa reivindicación de Keynes se hace tras una crisis solo superada en severidad por la Gran Depresión, a lo largo de la cual se escribe la obra que marcaría el comienzo de la macroeconomía, la *General Theory of Employment, Interest and Money*, aunque como con frecuencia se nos recuerda, el término como tal no apareció en las publicaciones especializadas hasta 1945.

La convergencia de posiciones que puede emerger tras esta controversia macroeconómica aportará muy probablemente un cierto debilitamiento de la fe mantenida en los mercados financieros, en la capacidad de autoajuste. Claro que se prestará más atención a parte de lo “que quedaba fuera de los modelos”, a las instituciones financieras de forma destacada. El exceso de hipótesis, la simplificación excesiva, no siempre es aconsejable, aunque sea cómoda de manejar y elegante.

## La metamorfosis del FMI

Cuando se concluyen estas notas las autoridades económicas de algunos de esos países apenas han insinuado la instrumentación de las “estrategias de salida”: el definitivo abandono de esas decisiones de política económica excepcionales. Dentro del capítulo de las paradojas que esta crisis exhibe se encuentra la ofrecida por algunas de las prescripciones del FMI. A diferencia de actuaciones en crisis financieras anteriores, en esta el Fondo ha recomendado de forma insistente actuaciones destinadas a evitar descensos adicionales en la demanda agregada y elevaciones en el desempleo, sugiriendo en los momentos iniciales aumentos suficientes en el gasto público. Todavía se recuerda que las iniciales en inglés de esta institución se consideraba de forma sarcástica que respondían a esa suerte de diagnóstico recurrente con que solían responder sus terapeutas ante cualquier tipo de crisis: “It’s Mostly Fiscal”. Ahora ha sido una de las instituciones en advertir de forma más insistente acerca de las consecuencias adversas de la prematura aplicación de esas estrategias de salida.

El distanciamiento del FMI de su tradición terapéutica no se queda ahí. En el contexto de estas notas, tan relevante como esa actitud más directamente keynesiana es la iniciativa tendiente a revisar “lo que sabemos acerca de cómo conducir la política macroeconómica”, iniciada por el Fondo con el trabajo de Olivier

Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010). La significación del contenido de ese trabajo, así como de las actuaciones llevadas a cabo por el Fondo en esta crisis, cobra una dimensión especial dada la responsabilidad, como economista jefe del FMI, de quien encabeza el artículo. En una de las últimas contribuciones de Olivier Blanchard (2008) como director del prestigioso Departamento de Economía del MIT se mostraba ciertamente complaciente con la salud de la macroeconomía. Consideraba algo del pasado esa larga batalla en el seno de la profesión, tras su explosión como área de conocimiento en los años setenta. Con algunos destrozos en el camino derivados de esa contienda, no sólo Blanchard convenía en que se había alcanzado un elevado grado de convergencia y, con un manifiesto optimismo, concluía, “el estado de la macroeconomía es bueno”. Fue esa afirmación la que constituyó el origen del artículo antes comentado de Paul Krugman (2009), en el que, efectivamente, se revisa muy críticamente esa complacencia acerca del control de los principales problemas planteados a la profesión, como el central de la prevención de depresiones, que Robert Lucas consideró resuelto en 2003, con ocasión de su alocución ante la American Economic Association.

Ahora, en el trabajo que firman los economistas del FMI, aunque se admite que la política macroeconómica no fue el determinante fundamental de esta crisis, se reconoce que ha revelado lagunas de cierta relevancia en la

estructura de definición de políticas que han obligado a la exploración de nuevas orientaciones en plena gestión de la crisis y, en definitiva, justificando esa “nueva arquitectura” de política macroeconómica postcrisis. No hay mucho lugar para la complacencia con que hasta hace poco se contemplaba ese período calificado como “la gran moderación”, durante el cual las fluctuaciones en la producción y en la inflación en la mayoría de las economías avanzadas fueron significativamente reducidas<sup>4</sup>.

Como se admite en el trabajo del FMI antes citado, los objetivos últimos de la política macroeconómica pueden seguir siendo los mismos: la consecución de un “output gap” y de una inflación estables. Pero la crisis, insisten los autores, ha dejado suficientemente claro que ha de atenderse a la evolución de algunas variables adicionales, a modo de objetivos intermedios, tales como la composición del output, el comportamiento de los precios de los activos, y el grado de apalancamiento de los diferentes agentes económicos. También, lógicamente, han de ser más numerosos los instrumentos para concretar esa nueva estructura de la política económica que emerge tras la crisis.

Entre las “rutas prometedoras” por las que habrán de transitar esas nuevas orientaciones se encuentra la mayor atención al funcionamiento de los sistemas financieros y el ascenso de la regulación de los mismos a una dimensión macroeconómica: la combinación de las herramientas tradicionales de política econó-

mica con mejoras en la regulación financiera, que complementen la insuficiente eficacia de los tipos de interés como instrumento único con el que evitar el excesivo endeudamiento o la igualmente excesiva asunción de riesgos. Quizás por sí mismos estos dos últimos aspectos no explican lo ocurrido en esta crisis, pero es indudable que se encuentran entre los gérmenes que la activaron.

#### IV. Tendencias en la industria de servicios financieros

El nuevo protagonismo que pasará a desempeñar la regulación financiera es el resultado lógico de la significación y alcance que han tenido los fallos en los mercados de esa naturaleza. Nunca como en la gestión de esta crisis fueron tan frecuentes y tan costosos los salvamentos de empresas financieras, la corrección de fallos de mercado y de malas prácticas de los operadores financieros en algunos de los sistemas financieros más avanzados.

La fe ciega en los mercados se ha debilitado. Fue precisamente Alan Greenspan el que admitía que “todo el edificio intelectual colapsó en el verano pasado” en una comparencia el 23 de octubre de 2008 ante la Cámara de Representantes de su país. Ese debilitamiento también ha paralizado la dinámica desreguladora o autorreguladora que el propio ex presidente de la Reserva Federal había propiciado.

También se ha extendido el escepticismo en algunas de las hipótesis consideradas centrales en el comportamiento de los mercados financieros: la de racionalidad de los agentes y la de eficiencia de los mercados financieros son las más relevantes.

Sin necesidad de remontarse a las aportaciones del matemático francés Louis Bachelier (avanzadas en su tesis doctoral de 1900, “La teoría de la especulación”), el concepto de eficiencia de los mercados financieros está estrechamente asociado a la formulación de las correspondientes hipótesis por el profesor de la Universidad de Chicago Eugene Fama (1970) y éstas a la modernización de la propia teoría de las finanzas: en la articulación de una muy sofisticada estructura analítica de la formación de precios de los activos financieros y de la evaluación del riesgo. El desarrollo de la gestión financiera en estos últimos sesenta años, hasta la conformación de la moderna gestión de carteras, descansa igualmente en esas hipótesis de comportamiento racional y eficiencia de los mercados.

La proposición central de esas proposiciones es simple: toda la información considerada relevante en el proceso de formación de precios está incorporada en las cotizaciones de un activo financiero. Si creemos que esas hipótesis se cumple en su forma más fuerte, los mercados fijarán correctamente los precios y cualquier desviación de las referencias de equilibrio será algo circunstancial. La conclusión no puede ser

más relevante tomada al pie de la letra: no merece la pena la gestión o al menos solo si se asume como objetivo batir al promedio del mercado.

La fe ciega en un principio tal puede conducir, efectivamente, a errores importantes, derivados del exceso de simplificación, de la generación de confianza hasta el punto de que no se perciban amenazas como las sufridas en esta crisis. Los recientes artículos de Auters (2009) y Vayanos y Wooley (2009) sintetizan bien las líneas de contestación a esas hipótesis; el artículo de *The Economist* (2009b) procura ser más equilibrado y es una muy buena descripción de la trascendencia práctica de esa hipótesis. Esa contestación, sin embargo, en modo alguno invalida el potencial analítico de las hipótesis de eficiencia, las de expectativas racionales o el uso de herramientas analíticas sofisticadas como la modelización matemática. En realidad, cabe esperar una suerte de convergencia entre el refinamiento analítico que las ha amparado en las últimas décadas y enfoques mucho más próximos a la realidad, más reivindicadores del escepticismo, como son los basados en la "behavioural finance", que trata de aprovechar aportaciones de la psicología a las finanzas. Representantes cualificados de esta tendencia son George Akerlof y Robert J. Shiller (2009), en esa suerte de reivindicación de los "animal spirits" que bautizara J. M. Keynes para denotar lo importante que es la psicología o los

estados de ánimo. También han colocado más peso específico las aproximaciones más institucionalistas, como las defendidas por Franklin Allen de la Wharton School, quien advierte con razón del escaso protagonismo que desempeñan las instituciones financieras en la moderna teoría financiera.

### Re-regulación

A la hora de interpretar estas decepciones teóricas en clave de la tensión regulación-desregulación de la actividad financiera, viene bien la prudente advertencia del premio Nobel Robert Solow (2010). Admitiendo que no hay otra forma mejor de asignación que la que ofrece el mercado, también nos recuerda los peligros asociados a la excesiva ideologización. "Los evangelistas de los mercados, que tienden a reclamar más desregulación que lo que pueden justificar las teorías sólidas, están motivados ideológicamente".

Los elevados costes que esta crisis está suponiendo y las decepciones que ha generado entre economistas y supervisores amparan la presunción de una reversión en las pretensiones desreguladoras explícitas en las dos últimas décadas en la industria de servicios financieros, de forma particularmente explícita en EE UU. El secretario del Tesoro que primero tuvo que lidiar con la crisis, el presidente de Goldman Sachs, Henry Paulson, confesó que asumía esa posición, entre otras motivaciones, para intensificar esa senda desreguladora.

Esas pretensiones han quedado descartadas. El reforzamiento de la base de capital, un mayor control de la liquidez, la introducción de regulaciones anticíclicas al modo de las vigentes en el sistema crediticio español, el tratamiento diferencial de las instituciones con potencial de desestabilización sistémica, la mejora de los estándares contables, de los incentivos, el mayor y más eficiente control del riesgo asociado al manejo de los instrumentos derivados OTC (“over the counter”), titulaciones de activos más seguras o la ampliación del perímetro de la regulación financiera son algunas piezas donde se situará el énfasis re-regulador en la mayoría de los sistemas financieros. Se corresponden en gran medida con las sugerencias del G-20 en el ejercicio de ese renovado papel que la propia crisis le ha deparado, como foro de encuentro de los gobiernos de economías avanzadas y de emergentes.

En tres de las economías más importantes, y más afectadas por la crisis, se han elaborado informes sobre la regulación aconsejable. El estadounidense Informe Volcker de diciembre de 2008, cuyas principales líneas se tratan de aplicar ahora; el británico elaborado por la “Financial Services Authority” y el liderado por Jacques Larosière en la Unión Europea. Aunque no son idénticas, las recomendaciones responden a la misma motivación preventiva, por eso sería incomprensible que el desenlace final no fuera suficientemente homogéneo.

Cuando se cierran estas notas, la administración estadounidense ha adoptado dos conjuntos de decisiones que rompen el letargo en el que había estado la concreción de reformas tras los masivos esfuerzos presupuestarios por salvar algunas de las más importantes empresas financieras de ese país. Dos pretensiones genéricas inspiran esas decisiones: recuperar los costes netos más explícitos de los apoyos con recursos públicos a las entidades financieras durante la crisis, a su salvamento en algunos casos, y reducir los niveles de riesgo asumibles por las empresas financieras, limitando la discrecionalidad operativa y el tamaño de las entidades bancarias. La primera se concretará en el establecimiento de una tasa sobre los pasivos bancarios no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos, durante un máximo de doce años con el fin de recuperar los costes netos de los salvamentos bancarios. La segunda decisión se aproxima a la restauración de la división entre tipos de entidades bancarias que establecía la Glass-Steagall Act, formulada en 1930. Ahora se trata también de limitar los riesgos asumibles por las instituciones de depósito, en particular las operaciones por cuenta propia, e incluso las concentraciones entre los mismos, determinantes de aumentos de tamaño a lo largo de la última década.

Evitando dimensiones excesivas de los operadores financieros (en particular los bancarios) se limitan también las consecuencias adversas asociadas a la presunción “too big

to fail” (demasiado grande para dejarlo caer) que ha limitado de forma muy importante la libertad de acción de las autoridades en algunos sistemas financieros, desde luego en el de EE UU.

Esta limitación de riesgos que impondrá la denominada “Volcker rule”, según su principal inspirador, el ex presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, podría limitar la capacidad innovadora que ha caracterizado a la comunidad financiera estadounidense en los últimos años. No tiene por qué ocurrir así necesariamente, aunque es cierto que lo que ahora ocupa un lugar preferente en la atención de la administración americana, y en particular del asesor presidencial Paul Volcker, no es tanto el ritmo de sofisticación financiera como la prudencia de las entidades que se beneficien del seguro de depósitos, impidiendo el subsidio de operaciones de asunción de riesgos por cuenta propia. Se trata, en efecto, de sortear esas amenazas de “moral hazard” (riesgo moral) asociadas a los incentivos a la utilización por algunos operadores de las redes de seguridad constituidas por la regulación pública (ya sea por razón de los seguros de depósitos o por la presunción de que se evitarán las quiebras de las grandes empresas financieras) para asumir más riesgos de los que asumirían de no mediar esas regulaciones.

Aun cuando las autoridades de otros países afectados por la crisis financiera hayan mostra-

do cierto distanciamiento de esas medidas concretas, no lo han hecho con la voluntad de las estadounidenses en aplicar una regulación financiera más estricta. Ése ha sido uno de los denominadores comunes en las distintas agendas de las reuniones del G-20 desde que se inició la crisis.

Las autoridades británicas (responsables del otro sistema bancario más dañado durante la crisis) han defendido también el establecimiento de una tasa, pero sobre el volumen de transacciones financieras, en lugar de los pasivos bancarios. Se aproxima mucho más a la “tasa de Tobin” propuesta por el premio Nobel de Economía James Tobin, a principios de los años setenta, limitada a las operaciones en los mercados de divisas con el fin de restringir el volumen de esas transacciones y, de paso, generar ingresos para los países en desarrollo, normalmente los más vulnerables ante crisis de esa naturaleza cambiaria.

El presidente de la agencia supervisora británica, la Financial Supervisory Authority, Adair Turner, ha defendido desde tiempo antes de que esta crisis renovara su vigencia el establecimiento de una tasa tal. En realidad, su discusión en las reuniones interministeriales del G-20 se fundamenta en los informes de Turner, así como sus posiciones acerca de algunas innovaciones financieras consideradas peligrosas y socialmente poco útiles.

### Gobernabilidad financiera global

Con independencia de las decisiones finales que adopten los distintos gobiernos, es cierto que esta crisis también ha dejado como lección la necesidad de una estrecha coordinación internacional en este ámbito. De forma creciente las empresas financieras disponen de una proyección internacional, capaces de instrumentar con éxito un arbitraje regulador de efectos poco favorables para la estabilidad financiera global. Es cierto que si se pretenden obtener las ventajas asociadas a una creciente integración financiera internacional, la regulación y supervisión han de ser globales: las estrategias de las empresas financieras son cada día más globales y el problema generado por “los demasiado grandes para dejarlos caer” ya no será un problema fundamentalmente nacional.

Además de ese elevado, y en cierta medida ya explícito, riesgo de arbitraje regulador, la insuficiente coordinación internacional puede derivar en confusas e innecesarias “sobre regulaciones” que, lastrando en exceso la actividad de las empresas financieras, tampoco favorezcan la actividad real. Más regulación no significa siempre mejor regulación. En la elección de las regulaciones, la mayor estabilidad de un sistema financiero estrechamiento regulado, las menores cargas potenciales que trasladaría al sector público, se enfrentan a un peor servicio a los agentes económicos, a las empresas familiares y al propio sector público,

y con ello un menor desarrollo. Es verdad que la literatura académica no es muy orientadora en esa búsqueda del equilibrio entre regulación financiera y prevención de crisis financieras. Como no hay mal que por bien no venga, ése es uno de los incentivos más relevantes que la comunidad, no solo académica y profesional, tiene ante sí.

El denominador común de las nuevas regulaciones será una mayor evaluación del riesgo y una mejor gestión del mismo. Ello condicionará muy probablemente algunas orientaciones estratégicas de las empresas de servicios financieros. Una de las consecuencias de esa mayor regulación financiera, o en todo caso más estricta, va a derivar en una limitación del grado de diversificación: de una vuelta a lo que se ha dado en denominar “la banca aburrida”, más cercana a la intermediación tradicional. Junto a ese “retorno a lo básico” ya existen señales de una desaceleración en el ritmo de diversificación internacional de las actividades de los operadores financieros: de una “vuelta a casa”, ya sea hasta que la inestabilidad global remita y sea posible acotar en mayor medida algunos riesgos.

La protección de los consumidores de servicios financieros y un mayor “activismo” de los inversores son tendencias igualmente fáciles de anticipar. Nuevamente la administración estadounidense se presenta como la más ágil en reaccionar a este respecto, con la propuesta de creación de una agencia especializada en

esa defensa. Las exigencias de mayor alfabetización de los inversores y, en general, de los usuarios de servicios financieros, forma parte de esa necesidad de protección. En sí misma constituye un reflejo del ascenso del pensamiento escéptico, de la influencia de la “behavioural economics”: los consumidores, incluso cuando están muy bien informados, acusan en sus errores limitaciones de conocimiento.

Esas exigencias son también en cierta medida el reflejo de un mayor “activismo de los accionistas” y es probable que se extiendan al gobierno corporativo de las entidades financieras, a los muy controvertidos esquemas de remuneración de sus directivos o a los procedimientos contables; incluso a las decisiones de los órganos de gobierno de las correspondientes empresas financieras. Es verdad que esta crisis también puso de manifiesto, junto a fallos de supervisión de las autoridades, de los reguladores, aquellos otros de los órganos internos de las empresas financieras, de los consejos de administración, revelando el cada día más explícito distanciamiento de los accionistas de las decisiones de las empresas, y la menor representatividad de los mismos en los órganos de gobierno con mayor capacidad decisoria, como ha subrayado Plender (2010) para el caso de los bancos.

Entre las huellas quizás menos generadoras de inquietud política en el corto plazo, pero sin duda susceptibles de contemplar con preocupación, está la animadversión hacia las finan-

zas. No solo hacia los que profesionalmente se ocupan en esa área, sino a la dinámica de generación de habilidades e innovación que se desprende de ese cuerpo de conocimientos. Se ha hecho referencia anteriormente al distanciamiento que esta crisis ha generado de algunas de las hipótesis consideradas centrales en la moderna teoría financiera, como las de eficiencia de los mercados que formulara Eugene Fama, y el paralelo ascenso de la “behavioural finance”, el retorno de los “animal spirits” como explicación a fenómenos aparentemente complejos. El análisis de los sesgos psicológicos y el distanciamiento de la hipótesis de racionalidad a ultranza reclaman su posición explicativa en el comportamiento de los precios de los activos financieros y de los mercados de capitales en su conjunto.

Pero la desafección tiene que ver también con lo que se ha dado en denominar los “malos hábitos de Wall Street” (más allá de los sistemas de remuneración de los directivos) y su responsabilidad en el inicio de la crisis. La tradicional confrontación “Wall Street” vs. “Main Street” es, tras esta crisis, algo más que un enunciado simplificador de los con frecuencia divergentes objetivos y resultados de los bancos y de las empresas reales. Ha sido ahora cuando se ha recordado el peso específico que algunos bancos de inversión han tenido en la orientación de las políticas del Tesoro estadounidense, antes, durante y después de esta crisis financiera, tal como Richard A. Posner (2009),

entre otros, ha puesto de manifiesto. Similares consideraciones acerca de las interrelaciones entre Washington (la administración) y Wall Street (los bancos de inversión), desde una perspectiva más crítica e inquietante, son las que formulan Simon Johnson y James Kwaks (2010).

La tendencia que, en cierta medida, resume las anteriores es la ausencia de hegemonías simples en la escena financiera global. Aun cuando esta crisis fuera desencadenada en un segmento del mercado hipotecario del sistema financiero estadounidense, su solución y, en todo caso, la disposición de mecanismos que permitan prevenir futuras crisis, no puede hacerse por un solo país: exige de esa coordinación internacional repetidamente invocada. De esa suerte de “sheriff global” que reclamó George Soros (2008) poco antes del colapso de ese otro gran icono en el animalario financiero estadounidense que fue el banco de inversión Bear Stearns. Una reclamación tal de gobernabilidad de las finanzas globales ha sido una constante en todas las propuestas de fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional desde la crisis asiática de 1997, como se comenta en el trabajo de Ontiveros y Fernández de Lis (2009).

El final de las hegemonías simples se manifestaba no solo en esa mayor homogeneidad en la tracción de la economía mundial sino también, y de forma muy significativa, en la contribución a la generación de ahorro,

en el volumen transaccional de los mercados financieros generado por las economías emergentes. La magnitud de los desequilibrios globales, su paradójica financiación, justifica ampliamente esas demandas de revisión del actual sistema monetario internacional, desde luego de la distribución de poder en el seno de su arquitectura institucional. La crisis ha coexistido con un cuestionamiento no solo de la forma en cómo se decide en los asuntos multilaterales, sino también del papel que desempeñan las principales monedas, ya sea como depósito de valor o denominador de transacciones internacionales. El protagonismo que ha cobrado el G-20 desde el inicio de la crisis es una buena señal: constituye una señal realista contar con China, India, Rusia o Brasil en la gestión de ámbitos, como el de las finanzas globales, cada día más dependientes de decisiones de esos gobiernos. No es la única lección que deja esta crisis, pero es probable que sea la que en mayor medida altere el paisaje dominante en las finanzas internacionales en los últimos sesenta y cinco años.

## Referencias bibliográficas

- Akerlof, George A. y Robert J. Shiller (2009): *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- Auters, John (2009): "Wanted: New Model for Markets", *Financial Times*, 29 de septiembre.
- Blanchard, Olivier J. (2008): "The State of Macro", Working Paper n° 14259, National Bureau of Economic Research, August 2008. <http://www.nber.org/papers/w14259>.
- Blanchard, Olivier, G. Dell'Ariccia y Mauro Paolo (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note, SPN/ 10/03, 12 de febrero.
- Fama, Eugene F. (1970): "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association.
- Fernández de Lis, Santiago (2008): "¿La era de las turbulencias o la gran moderación?", *Análisis del Real Instituto Elcano (ARI)*, n° 13, Madrid.
- Johnson, Simon y James Kwaks (2010): *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon Books, Nueva York.
- Krugman, Paul (2009a): "The Return of Depression Economics", *LSE*, junio. [http://www2.lse.ac.uk/PublicEvents/pdf/20090608\\_KrugmanPart1.pdf](http://www2.lse.ac.uk/PublicEvents/pdf/20090608_KrugmanPart1.pdf)
- Krugman, Paul (2009b): "How Did Economists Get It So Wrong?", 6 de septiembre.
- Lucas, Robert E. (2009): "In Defence of the Dismal Science", *The Economist*, 6 de agosto, [http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=14165405&source=login\\_payBarrier](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=14165405&source=login_payBarrier).
- Mankiw, N. Gregory (2009): "That Freshman Course Won't Be Quite the Same", *The New York Times*, 23 de mayo.
- Ontiveros, Emilio (2009): "La más singular de las crisis", Monografía para Banco Caminos, julio.
- Ontiveros, Emilio y Santiago Fernández de Lis (2009): "La reforma financiera internacional: de la crisis asiática a la crisis global", en *La reforma de la arquitectura financiera*, Ediciones Empresa Global, Madrid.
- Plender, John (2010): "Rarely Pointed Finger", *Financial Times*, 18 de enero.
- Posner, Richard A. (2009): *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Skidelsky, Robert (2009): "KEYNES. The Return of the Master", *Public Affairs*, Nueva York.
- Solow, Robert M. (2010): "Hedging America", *The New Republic*, 12 de enero.
- Soros, George (2008): "The New Paradigm for Financial Markets", *Public Affairs*, Nueva York.
- The Economist* (2009a): "The State of Economics. Efficiency and Beyond", 16 de julio.
- The Economist* (2009b): "The State of Economics. The Other-Worldly Philosophers", 16 de julio.
- The Economist* (2010a): "A Special Report on Financial Risk", 11 de febrero.
- The Economist* (2010b): "Withdrawing the Drugs", 13 de febrero.
- Vayanos, Dimitri y Paul Wooley (2009): "Capital Market Theory after the Efficient Market Hypothesis", *VOXEU*, 5 de octubre. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4052>.

## Notas

- <sup>1</sup> En Ontiveros (2009a) se sistematizan con detalle suficiente esos rasgos que conceden personalidad propia a esta crisis.
- <sup>2</sup> El suplemento monográfico de *The Economist* (2010) constituye la revisión relevante de la gestión de riesgos.
- <sup>3</sup> La serie de artículos que poco después publicó en *The Economist* (2009a y b) constituyen una excelente síntesis de esas controversias abiertas en torno a la macroeconomía y a la teoría de las finanzas.
- <sup>4</sup> En el trabajo de Santiago Fernández de Lis (2008) se analiza en detalle ese período en el contexto de la crisis financiera.



---

**Segunda parte:  
Consecuencias de la crisis**

---



**Rafael Doménech**

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)  
y Universidad de Valencia

**Miguel Jiménez**

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)

## La primera gran crisis económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM)

### Resumen:

Aunque la crisis iniciada en el verano de 2007 parecía que iba a tener efectos muy limitados sobre la UEM en comparación con Estados Unidos, los países de la eurozona sufrieron en 2009 la mayor caída de su actividad desde el final de la Segunda Guerra Mundial. La recuperación iniciada en el segundo y tercer trimestre perdió fuelle en la parte final de 2009 y a principios de 2010, y parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y tendrá efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona en sus niveles de endeudamiento del sector público y en el potencial de crecimiento económico. La crisis económica de los dos últimos años ha supuesto una prueba muy importante para la zona euro. La existencia de una moneda común ha permitido que países con situaciones de partida muy diferentes en términos de los desequilibrios acumulados en el período de expansión previo a la crisis hayan podido contar con un margen de maniobra impensable en términos de políticas fiscales y monetarias fuera de la UEM. No obstante, esa elevada heterogeneidad y las asimetrías existentes obligan a implementar estrategias de salida muy diferentes entre sus miembros, puesto que ese margen no es ilimitado, y a mejorar las reglas y los sistemas de alerta que eviten en el futuro la generación de desequilibrios que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica del conjunto de la UEM.

### *Palabras clave:*

crisis económica y financiera, Unión Económica y Monetaria,  
zona euro, políticas monetarias y fiscales

**Abstract:**

Although the crisis that began in 2007 seemed to have limited effects on the MEU comparing with USA, the euro-zone states suffered in 2009 the greatest fall in their activities since the II World War. The recovery starting in the second and third quarter of the year decreased at the end of 2009 and beginning of 2010. It seems quite clear the recovery is going to be slow, hard and uncertain, and will have long term effects on all European countries public debt levels and economic growth potential. The economic crisis of the last two years has meant a very important test for the eurozone. The existence of a common currency made countries that started with different situations regarding the accumulated disequilibrium during the expansion period before the crisis, to have the possibility to count with a leeway unthinkable in terms of fiscal and monetary policies outside the MEU. Nonetheless, that heterogeneity and the existing asymmetries forces us to implement very different strategies of recovery among EU members, since that margin is not unlimited, and to improve the rules and alert systems to avoid future generation of disequilibrium that might put the MUE macro-economic stability at risk.

*Key words:*

economical and financial crisis, Monetary and Economic Union (MEU),  
eurozone, monetary and fiscal policies

Rafael Doménech

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya  
Argentaria (BBVA) y Universidad de Valencia

Miguel Jiménez

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)

## La primera gran crisis económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM)\*

### I. Introducción

Desde que la crisis financiera empezó a afectar a la economía mundial en el verano de 2007, la percepción que se ha tenido de su impacto en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha pasado por diversas fases. En un primer momento, aunque se reconocía la gravedad de la situación, se llegó a pensar que el mayor efecto de esta crisis se vería en la economía estadounidense, ya que allí se originaron los problemas financieros e inmobiliarios, y parecía que esos desequilibrios y excesos habían afectado mucho menos a Europa. Los riesgos parecían muy limitados y se popularizó la idea del

*decoupling* entre las economías de Estado Unidos y UEM. Aunque es difícil de evaluar la importancia relativa de cada uno de los factores que han podido actuar como causas o desencadenantes de la crisis (Claessens *et al.*, 2010), lo cierto es que la situación cambió drásticamente a partir de la crisis de Lehman Brothers, que tuvo un efecto radical sobre la confianza y financiación bancaria a nivel mundial. La combinación de una crisis inmobiliaria muy intensa y una crisis bancaria tuvo enormes efectos negativos sobre la economía real, como la evidencia histórica permite corroborar (Reinhart y Rogoff, 2008 y 2009). Una de las consecuencias de la crisis financiera fue el hundimiento del

\* Este artículo ha sido preparado para un número especial de *Pensamiento Iberoamericano* sobre la reciente crisis económica y sus consecuencias. Los autores agradecen a Agustín García, Daniel Navia y Elvira Prades su ayuda y comentarios a este trabajo. R. Doménech agradece también la ayuda del proyecto de la CICYT ECO2008-04669.

comercio internacional, que afectó significativamente a la economía de la zona euro, sobre todo a sus países más abiertos al comercio exterior, como es el caso de Alemania. Dada la elevada heterogeneidad en la situación económica de los países de la UEM, esta caída del comercio exterior se conjugó también con los desequilibrios que exhibían algunos de sus miembros, con un sector inmobiliario en recesión, excesivos déficit en sus balanzas por cuenta corriente que mostraban unas cuantiosas necesidades de financiación exterior y elevados niveles de endeudamiento del sector privado. Tras varios meses al borde de una gran depresión, y gracias en parte a la reacción de las políticas económicas, las bolsas y algunos otros mercados iniciaron el camino de la recuperación a partir de la primavera de 2009, a lo que siguieron señales de crecimiento en la economía real (los famosos brotes verdes) a partir del segundo trimestre. Sin embargo, ya entonces estaba claro que ese crecimiento moderado era debido fundamentalmente a factores temporales, y que algunos de los desequilibrios que había generado la crisis estaban lejos de desaparecer. De hecho, la recuperación ha perdido fuelle en la parte final de 2009 y a principios de 2010, y parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y dejará herencias sobre los sectores públicos y los potenciales de crecimiento económico que tendrán efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona.

Este artículo hace un análisis de cuáles han sido las fuerzas fundamentales que explican la evolución de la UEM en este período, tanto por sus características estructurales como por las políticas económicas, haciendo hincapié en las diferencias con Estados Unidos. En la parte final se lanza una mirada más a largo plazo sobre los factores que podrían determinar el crecimiento potencial del PIB durante la década que acaba de comenzar. La conclusión fundamental es que nos encontramos ante un período de menor crecimiento (la expansión de los últimos quince años no se va a repetir fácilmente), y que hay importantes reformas estructurales que implementar para que la economía europea cambie de marcha y pueda reducir el diferencial relativo con respecto a Estados Unidos.

En la sección II se repasa la evolución de la crisis europea en un contexto global, mientras que en la sección III se analiza el papel de las políticas económicas y las perspectivas de recuperación. La sección IV examina los factores estructurales que hacen que el impacto de la crisis sobre la economía europea haya sido elevado y que la recuperación vaya a ser probablemente lenta. La sección V analiza los factores que van a determinar el crecimiento potencial en los próximos años. La última sección presenta las principales conclusiones de este trabajo.

## II. La crisis en la UEM en un contexto global

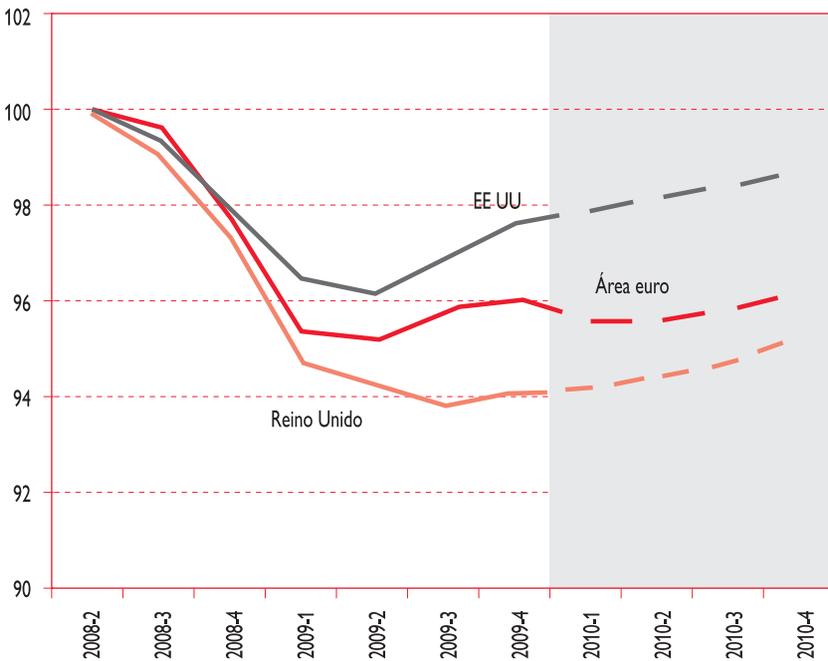
### Una crisis económica global

La crisis que afectó a los mercados financieros en el verano de 2007 tardó algunos trimestres en tener un efecto sobre la economía real. Aunque ya existían signos de debilidad en la primera mitad de 2008 (en algunas economías incluso en 2007), la rápida caída del PIB solamente se hizo aparente a partir del verano de

ese año. Los shocks que amenazaban a mediados de 2008 (los incrementos de precios ligados a los precios de las materias primas, elevados tipos de interés y, en Europa, la apreciación del euro frente al dólar) se disiparon pronto e incluso se dieron la vuelta. A raíz de la crisis de Lehman Brothers, el impacto de la crisis financiera fue muy significativo. La combinación de una restricción muy severa de liquidez en los mercados mayoristas y el daño producido en la confianza de los agentes económicos y su pro-

Gráfico 1

Evolución del PIB en la UEM, EE UU y Reino Unido



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

pensión a consumir tuvo efectos especialmente negativos sobre la actividad, a los que siguió un hundimiento del comercio mundial en el cuarto trimestre y en el primero de 2009 que llevaron a caídas trimestrales del PIB no vistas en las últimas décadas (véase el gráfico 1).

Tras estas caídas tan intensas, la actividad económica mundial se estabilizó a lo largo de 2009 cuando comenzó la recuperación. El desplome de la actividad económica se moderó en el segundo trimestre, y en la segunda mitad de 2009 la mayoría de las economías se estabilizaron o mostraron tasas de crecimiento positivas<sup>1</sup>.

Este cambio de rumbo se explica, en gran medida, por las medidas de estímulo excepcionales adoptadas a escala global, tanto en el ámbito monetario como en el fiscal. En la gran mayoría de los países, los tipos oficiales se redujeron sustancialmente, y una gran variedad de medidas no convencionales —inyecciones excepcionales de liquidez y compras de activos— posibilitaron la restauración parcial de las condiciones de liquidez y de crédito. Por lo que respecta a la política fiscal, los grandes paquetes de estímulos aprobados a finales de 2008 y principios de 2009 surtieron efecto gradualmente durante 2009. Estos programas han supuesto un notable empujón para sectores fundamentales y un impulso para la renta de las familias, y ayudaron a contener un ajuste mucho más brusco del consumo privado.

En el caso de EE UU, su economía experimentó un crecimiento importante en la segunda

mitad de 2009, ayudada en parte por la aportación positiva del programa de renovación del parque automotor. Aunque algunos de estos factores temporales desaparecerán gradualmente durante 2010, el apoyo de la política fiscal todavía será muy importante este año, por lo que la economía estadounidense se recuperará más rápidamente que la europea, apoyada por una reestructuración del sistema bancario estadounidense que avanza con mucha mayor rapidez que la europea. Así, tras las pruebas de esfuerzo (*stress tests*), cuyos resultados se hicieron públicos en la primavera de 2009, los principales bancos norteamericanos se han recapitalizado y han empezado a devolver al gobierno las ayudas públicas recibidas.

### Una recuperación heterogénea

Tras la caída altamente sincronizada de la actividad a finales de 2008 y principios de 2009, la recuperación ha sido muy heterogénea entre las regiones del mundo, destacando por su evolución más positiva la mayoría de las economías emergentes. La actividad económica de estos países ha ido claramente por una vía más firme y equilibrada, situación que se explica por una menor exposición a las causas que originaron la crisis y a que, en muchos casos por vez primera en una crisis, consiguieron utilizar sus políticas monetarias y fiscales para contrarrestar la presión negativa sobre la demanda. Este impulso en los emergentes se vio reforzado por la recuperación gradual del

comercio mundial y de los precios de las materias primas en el segundo semestre de 2009. En gran medida, todos estos factores fueron una consecuencia directa de las iniciativas de los países emergentes de poner en práctica políticas económicas relativamente ortodoxas tendentes a la estabilidad macroeconómica en los años previos a la crisis. La continuidad de estos factores durante 2010, los menores niveles de endeudamiento del sector privado y las menores necesidades de reestructuración de sus sistemas bancarios en las economías emergentes, hace muy probable que en el futuro se amplíe su brecha de crecimiento con los países desarrollados.

De todas maneras, dentro de los emergentes, la recuperación de la actividad económica no se ha producido en la misma medida en todas las regiones. La economía china consiguió experimentar un impresionante crecimiento en la segunda mitad de 2009 después de recibir numerosos estímulos fiscales y de liquidez, mientras otras economías asiáticas están en medio de significativas recuperaciones del ritmo de actividad, aunque no han sido tan rápidas como la de China. También la mayoría de los países de América Latina han vuelto a la vía de crecimiento, y es muy probable que éste se acelere en 2010. Sin embargo, los países de Europa del Este se enfrentan a una situación más complicada. La profundidad del ajuste económico ha sido, en general, mayor, lo que ha tenido un efecto sobre el resto

de Europa, dados los lazos comerciales, bancarios y de inversión desarrollados en los últimos años. Los importantes desequilibrios financieros y macroeconómicos acumulados por buena parte de estas economías en el período de expansión anterior a la crisis condicionarán su recuperación económica.

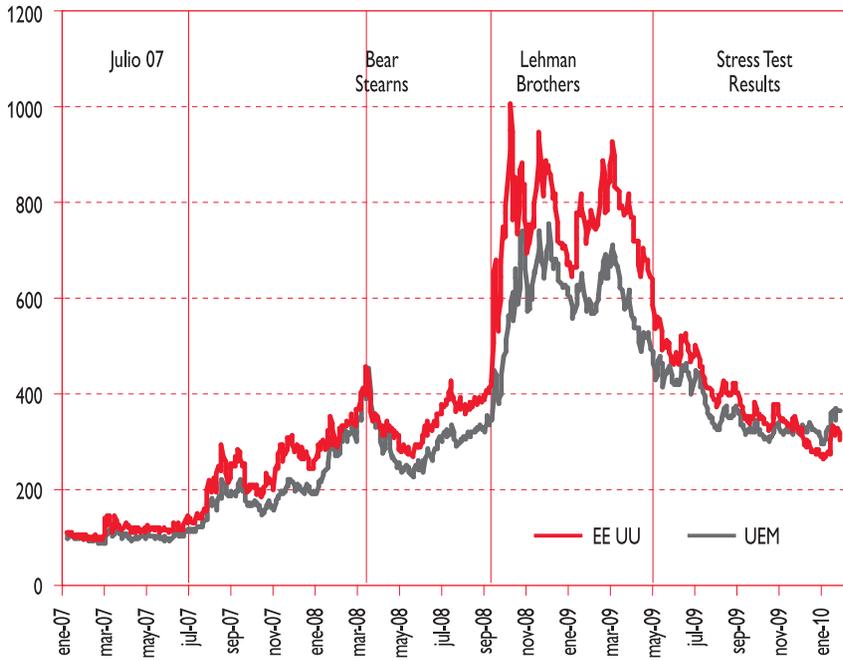
### **Mercados financieros: la recuperación iniciada en marzo de 2009 es lenta e incierta**

Durante 2009 también se produjeron sustanciales avances en la estabilización de los mercados financieros. Tras un primer trimestre muy convulso, la publicación de los resultados de las pruebas de esfuerzo de los bancos estadounidenses anteriormente comentada actuó como un catalizador positivo. La transparencia y credibilidad de estas medidas de las autoridades supervisoras contribuyeron a disipar los temores de un completo colapso del sistema bancario norteamericano, aceleraron la inyección de capital público y privado a las instituciones financieras y, en consecuencia, promovieron un incremento gradual de la disposición a asumir riesgos en los mercados. Simultáneamente, las inyecciones de liquidez realizadas por los bancos centrales tuvieron excelentes resultados en la contención de las tensiones de los mercados interbancarios.

Las tendencias en los demás mercados también fueron positivas para la mayoría de las categorías de activos. Las bolsas experimentaron fuertes avances desde los mínimos alcanza-

Gráfico 2

Indicador de tensiones financieras. Enero 2007-Febrero 2010



Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos. Fuente: SEE BBVA.

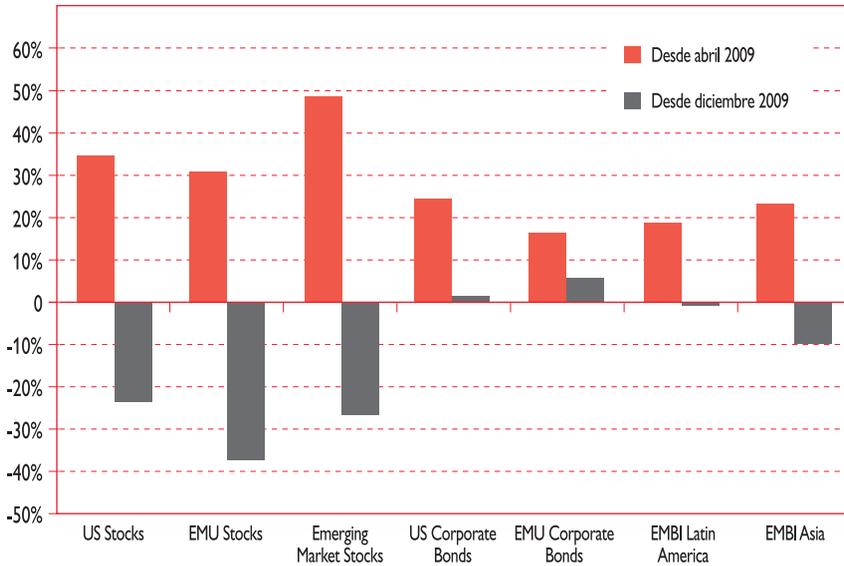
dos en marzo, inicialmente impulsados por los títulos de las instituciones financieras. Esta mejora comenzó a generalizarse a medida que comenzaban a surgir los primeros indicios de estabilización y crecimiento económico en algunos países. Los diferenciales de los mercados de crédito mejoraron notablemente en el segundo trimestre, aunque esta tendencia perdió impulso a partir del verano de 2009. Por lo que respecta a la renta fija, la rentabilidad de la deuda

soberana mostró una notable solidez alcista, a pesar de la evolución positiva de inversiones de mayor riesgo.

Sin embargo, en la última parte de 2009 comenzaron a moderarse las ganancias que se habían registrado hasta entonces. La incertidumbre sobre la recuperación del crecimiento y sobre la estrategia de salida de las excepcionales políticas de estímulo, tanto monetarias como fiscales, han supuesto una cierta rever-

Gráfico 3

Revalorización de distintos mercados financieros. Abril 2009-Febrero 2010  
 Broad risk-assets index: annualized return



sión de los mercados financieros desde finales de 2009, especialmente en los mercados de deuda soberana (véase el gráfico 3).

**La crisis en la UEM**

La contracción de la economía europea ha sido más profunda (gráfico 4) que la de la estadounidense porque el retroceso de la demanda externa ha sido mayor que en recesiones anteriores. Esta evidencia contrasta con las expectativas que existían al inicio de la crisis financiera. De hecho, cuando se inició la crisis de las hipotecas basura en EE UU en el verano de 2007 no era extraño escuchar que, dado que la crisis financie-

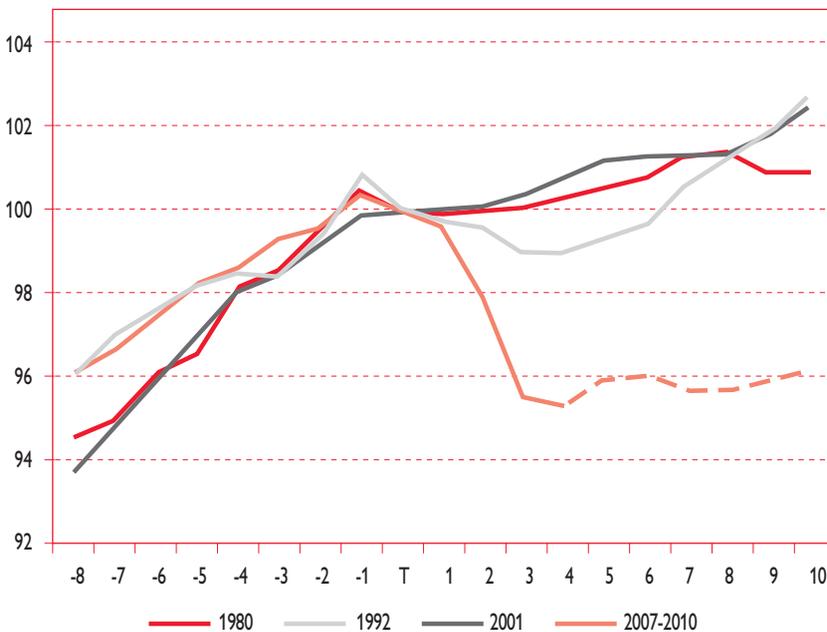
ra se había originado en EE UU, ésta afectaría mayormente a la economía estadounidense y que sus repercusiones serían menores en Europa, por lo que se produciría un desacoplamiento entre ambas. Varios trimestres después, en especial tras el episodio de Lehman Brothers, resultó evidente que no sería así. La economía europea sufrió tanto o más por la caída de la confianza y el retroceso del comercio mundial, así como por la aversión a asumir riesgos reinante a finales de 2008. Debido en parte a su mayor apertura al comercio internacional, la caída del PIB desde el verano de 2008 en adelante ha sido más profunda en la zona euro que en EE UU y mucho más

Gráfico 4

Comparación entre las crisis de las tres últimas décadas. PIB de la UEM.

Zona euro: ciclos PIB

(Índice, T=100; T= comienzo recesión)



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

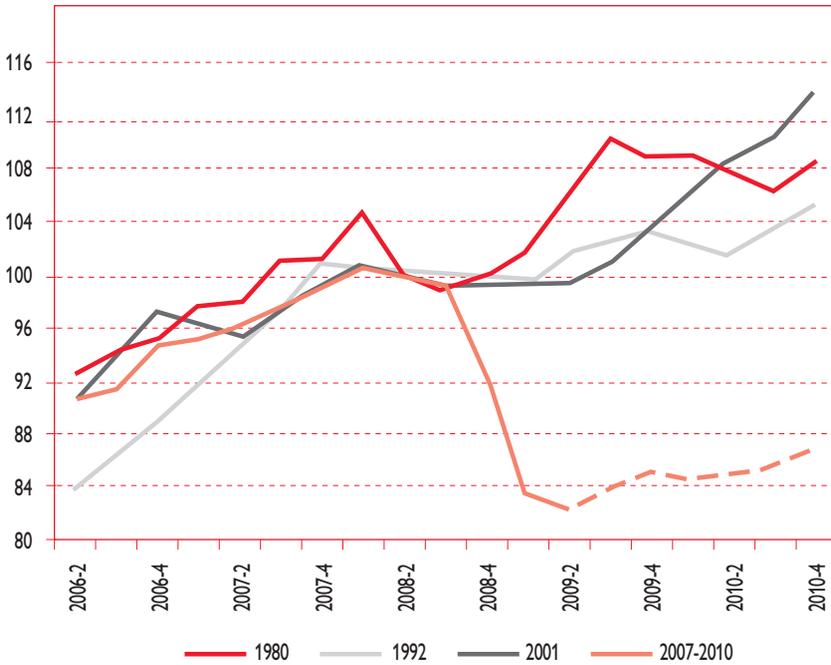
intensa en esta crisis que en otras recesiones de los últimos treinta años.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda, se ha señalado que esta recesión ha afectado más que otras al consumo privado, dado el elevado endeudamiento de las familias alcanzado en el período de expansión previo a la crisis económica. Esto es en parte cierto en la zona euro, donde la caída del consumo ha sido tan profunda como a principios de la década de 1990 (otra recesión que afectó de mane-

ra particular al consumo privado). No obstante, sus repercusiones sobre el gasto de los hogares no han sido tan evidentes en la zona euro como en EE UU o, especialmente, en el Reino Unido, donde el endeudamiento acumulado de las familias durante los años de expansión era más alto, y el porcentaje de ahorro, menor. En la zona euro, el impacto del consumo se ha reflejado sobre todo en una crisis de confianza, acompañada de la incertidumbre en materia de renta y empleo, pero la necesidad de

Gráfico 5

Comparación entre las crisis de las tres últimas décadas. Exportaciones de la UEM



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

desapalancamiento de las familias era significativamente menor que en EE UU o en el Reino Unido. En los países anglosajones las familias han comenzado a ahorrar rápidamente en los últimos trimestres como consecuencia de la crisis en una situación de elevado endeudamiento. Sin embargo, en la zona euro esta reacción ha comenzado solamente en el segundo trimestre de 2009, pero sin seguir claramente una tendencia ascendente.

Más que el consumo privado, la principal

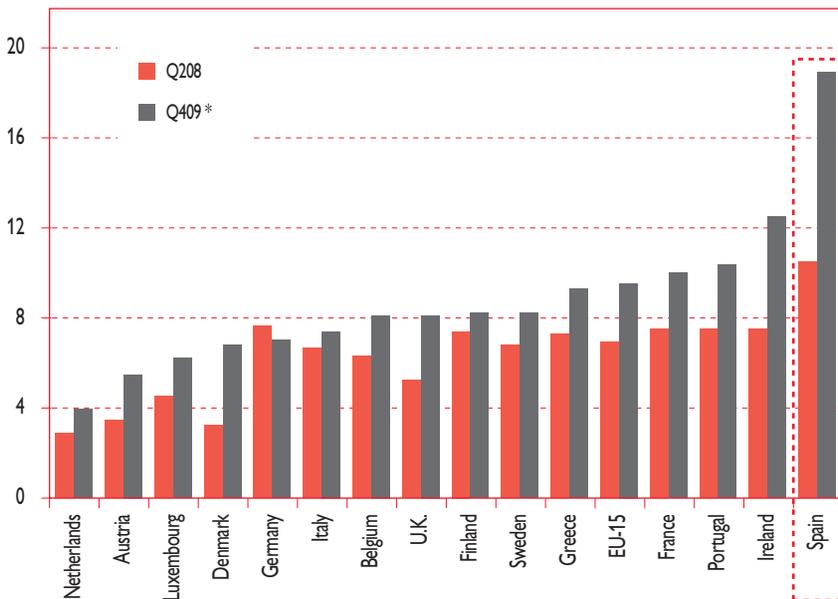
diferencia entre esta recesión y las anteriores reside en la drástica caída de las exportaciones después del verano de 2008, que arrastró a su vez la demanda de inversiones y de la producción industrial. Las exportaciones sólo comenzaron a recuperarse a mediados de 2009, y todavía están claramente por debajo de sus niveles anteriores a la crisis. Como puede apreciarse en el gráfico 5, la caída acumulada de las exportaciones fue de un 16%, más de tres veces que la del 5% experimentada por el PIB.

Las pérdidas de producción fueron generalizadas en todos los países europeos, si bien con algunas diferencias significativas entre países, tanto en la magnitud de la contracción de la actividad como en la recuperación a partir de la primavera de 2009. Entre los grandes países de la zona euro, el PIB cayó más en Alemania e Italia, dado que estos países dependen más de la demanda internacional. Francia resistió mejor la recesión, en parte porque depende menos de la demanda externa, y

también debido a la ausencia de un boom de la construcción similar al de países como España, Irlanda y, en menor medida, el Reino Unido. En España la caída inicial fue menor, como consecuencia de un comportamiento contracíclico de las exportaciones netas y, sobre todo, por una política fiscal mucho más expansiva y que comenzó a actuar más rápidamente que en la UEM. Sin embargo, dado el ajuste de los desequilibrios a los que está haciendo frente la economía española, su PIB

Gráfico 6

Efectos de la crisis sobre el mercado de trabajo en la UE-15.  
Tasa de desempleo (porcentaje de población activa)



\* Q309 Italia, Grecia  
Fuente: Eurostat.

siguió retrocediendo en el tercer y cuarto trimestres de 2009.

Fuera de la zona euro, la contracción económica en el Reino Unido fue más intensa que en la UEM. Su menor dependencia de la producción industrial y de las exportaciones, que se vieron positivamente afectadas por la depreciación de la libra, quedó contrarrestada por un consumo débil, consecuencia de los elevados niveles de apalancamiento de las familias.

Los efectos de la crisis han sido muy heterogéneos en el comportamiento del mercado de trabajo, como pone de manifiesto el gráfico 6, en el que se compara el aumento de la tasa de desempleo en los países de la UEM y de la UE-15. Frente a la reducción de la tasa de desempleo experimentada por Alemania entre 2008 y 2009, en los demás países europeos ha aumentado, aunque de forma muy desigual. El impacto ha sido especialmente intenso en el caso de la economía española, en la que la tasa de desempleo ha aumentado más de diez puntos desde el inicio de la crisis. Esta asimetría en el mercado de trabajo se explica tanto por las diferencias en el ajuste sectorial al que han tenido que hacer frente los miembros de la UEM (particularmente intenso en España e Irlanda en el sector de la construcción) como por las diferencias en el funcionamiento del mercado de trabajo. Mientras en Alemania las ayudas públicas han permitido mantener los puestos de trabajo en empresas que han contado con un marco suficientemente flexible como

para disminuir la jornada laboral en respuesta a la menor demanda agregada, en España la combinación de ámbitos muy flexibles en el mercado de trabajo (contratos temporales) frente a otros muy rígidos (negociación colectiva y regulaciones de la jornada laboral) provocaron una destrucción muy intensa de empleo temporal. Esta *flexirrigidez* que caracteriza al mercado de trabajo español hace que su funcionamiento sea ineficiente tanto económica como socialmente (véase Doménech y García, 2010).

La recuperación de la UEM, que tras los datos de crecimiento del segundo y tercer trimestre parecía que iba a ser más intensa, se ha visto ralentizada con los datos del cuarto trimestre de 2009. Los indicadores adelantados para principios de 2010 apuntan al mantenimiento de estas tendencias, con una demanda interna todavía débil y con una recuperación de los indicadores adelantados de confianza que se ha frenado, mientras que las variables relacionadas con el consumo privado crecen muy lentamente.

### III. Las respuestas de política económica en la crisis

El aumento de las tensiones en los mercados financieros después de la quiebra de Lehman Brothers abrió paso a una respuesta de política económica sin precedentes en cuanto a magnitud y a coordinación internacional. La sensación

de vértigo ante la posibilidad de entrar en una espiral deflacionista y una caída del output similar a la de la Gran Depresión de los años treinta llevó al gobierno norteamericano y al FMI a promover una respuesta fiscal muy importante, mientras los principales bancos centrales reaccionaban rápidamente, llevando a cabo políticas que han mostrado ser efectivas en términos de estabilización de la actividad económica (Almunia *et al.*, 2010; y Escrivá, 2009).

Al principio de la crisis, los bancos centrales reaccionaron recortando los tipos de interés hasta niveles próximos a cero (hasta el 1% el tipo de referencia, en el caso del BCE) y, a renglón seguido, aumentando sus balances mediante la implantación de medidas de flexibilización cuantitativa, o medidas no convencionales, como las define el BCE. En el caso de la zona euro, el BCE realizó subastas de liquidez a largo plazo y aportó fondos ilimitados, satisfaciendo en su totalidad la demanda de dinero de las instituciones financieras a un precio fijo, mientras que en situaciones normales provee una cantidad de liquidez fija en subastas sobre todo semanales a un precio determinado por el mercado. Como medida complementaria, el BCE también planificó una intervención en el mercado de cédulas hipotecarias, invirtiendo 60.000 millones de euros para adquirirlos. Esta intervención (y en especial la inyección directa de liquidez) permitió la reducción de los diferenciales del mercado monetario y posibilitó que los tipos de interés

a un día se mantuvieran al nivel del tipo de recompra oficial y próximos a los tipos de interés de los depósitos (aquella que se aplica a las reservas que los bancos mantienen en el banco central). También permitió a los bancos financiarse en un momento en el que otras fuentes de financiación estaban cerradas o eran demasiado caras. Resulta difícil cuantificar los efectos sobre la economía real de estos estímulos monetarios, pero fueron fundamentales para evitar el colapso del sistema bancario y para seguir canalizando fondos hacia el sector privado.

La respuesta coordinada de política fiscal a nivel mundial fue concebida a finales de 2008. La reacción fue extraordinaria por la magnitud y grado de coordinación, aunque su aplicación en Europa fue desigual en tiempo y esfuerzos entre los diferentes países. Aunque su tamaño no es fácil de estimar, ya que no siempre se pueden separar las nuevas medidas de las que ya estaban planificadas que se presentan como nuevas, en general la magnitud de los estímulos aprobados en Europa fue relativamente grande, aproximadamente el 1,4% del PIB en 2009, aunque bastante por debajo de la respuesta de los gobiernos de EE UU y China (2,1 y 6,5%, respectivamente). Como consecuencia de estas medidas de estímulo fiscal, de los estabilizadores automáticos y de la desaparición de importantes ingresos fiscales extraordinarios en la expansión previa a la crisis económica, el aumento del déficit público ha sido extraordi-

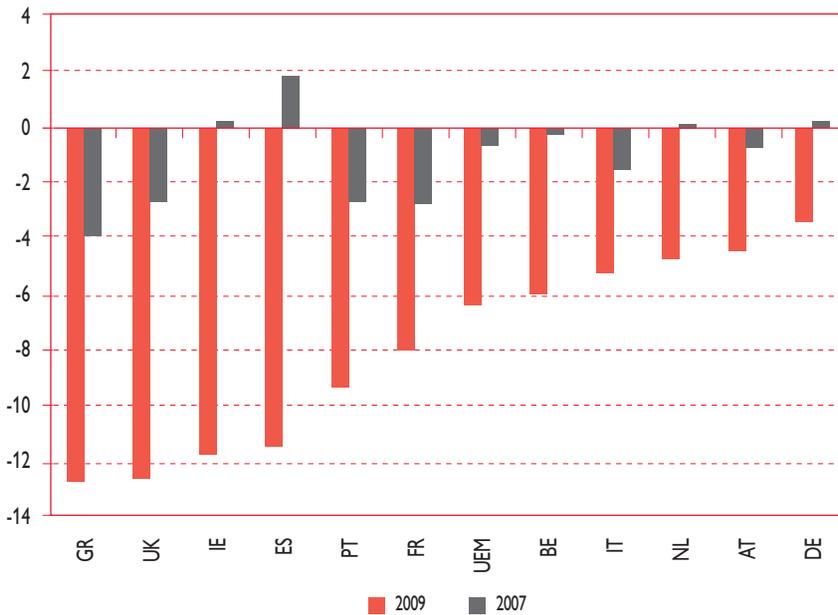
nario, aunque muy desigual entre países, tal y como muestra el gráfico 7<sup>2</sup>.

En un principio, en países como Alemania había cierto rechazo a llevar a cabo una expansión fiscal de una magnitud significativa, por razones en parte relacionadas con el tradicional rigor fiscal y, en parte, porque cuando se planteó el estímulo fiscal en octubre de 2008 la sociedad alemana aún no percibía claramente la magnitud de la recesión. Sin embargo, al final Alema-

nia fue el país que aprobó una mayor expansión fiscal en la zona euro. Francia y particularmente España, que partía con un bajo nivel de deuda pública, respondieron de manera importante, mientras que Italia apenas si pudo aprobar nuevos fondos debido a su elevado nivel de deuda pública sobre el PIB (gráfico 8).

No resulta fácil discernir los efectos que ha tenido la expansión fiscal en limitar la recesión, aunque la evidencia empírica apunta a que el

**Gráfico 7**  
Efectos de la crisis sobre el déficit público en la UEM y en el Reino Unido.  
Déficit fiscal  
(porcentaje del PIB)

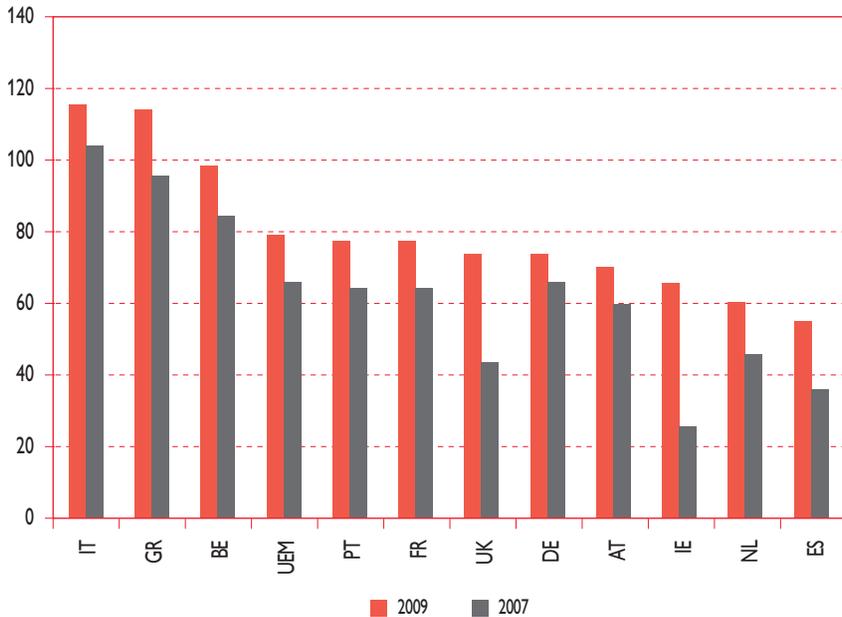


Fuente: AMECO y SEE BBVA.

Gráfico 8

Efectos de la crisis sobre la deuda pública en la UEM y en el Reino Unido.

Deuda pública  
(porcentaje del PIB)



Fuente: AMECO y SEE BBVA.

multiplicador fiscal del gasto público en proyectos de inversión sería de aproximadamente el 1,2, mientras que probablemente el efecto de medidas fiscales por el lado de los ingresos sería mucho menor, de aproximadamente el 0,4<sup>3</sup>. Teniendo en cuenta el retraso en la aplicación de las medidas fiscales y en su impacto sobre la actividad, es relativamente fácil explicar la recuperación del PIB en la segunda mitad de 2009, aunque evidentemente hay otros factores (reducción de tipos de interés y

reducción de las tensiones financieras gracias a los resultados de las políticas monetarias de expansión cuantitativa) que también han tenido un efecto importante.

De todas las medidas fiscales implementadas, dos han destacado especialmente por su relación coste-beneficio (en el sentido de que impulsaron intensamente la actividad de algunos sectores y que su coste presupuestario ha sido bajo en relación con otras medidas fiscales): los planes implementados en muchos

países europeos para fomentar la demanda de vehículos y las medidas para apoyar al empleo, en especial las que han ayudado a las empresas a evitar despidos mediante la reducción de las horas de trabajo.

En el primer caso, el impulso de la demanda ha sido obvio y ha sustituido parcialmente la falta de confianza o de financiación de los consumidores, con lo que se evitó una fuerte caída de las ventas de vehículos. En Alemania, donde esta ayuda fue mayor y resultó más eficaz, la demanda de vehículos sobrepasó las tendencias de ventas durante algún tiempo, lo que implica que parte de esta demanda es adelantada y no solamente desaparecerá en los próximos meses (el plan alemán ya ha terminado), sino que además la demanda se mantendrá por debajo de su tendencia durante algún tiempo. En otros países (Francia, España o Reino Unido) las ayudas al sector aún están temporalmente en marcha y aunque son de menor magnitud también están teniendo un efecto claro en las ventas.

En cuanto a las medidas de empleo, la mayoría han sido de alcance limitado y sus efectos difíciles de cuantificar. No obstante, en el caso concreto del refuerzo del programa de trabajo compartido (fundamentalmente en Alemania, pero también en Holanda) ha tenido una influencia notable para limitar el incremento del paro, que en esta recesión aumentó mucho menos que en las anteriores, especialmente si consideramos que la caída del PIB

alemán ha sido mucho mayor. Se estima que la influencia de este programa de mantenimiento del empleo sobre la evolución del consumo en 2009 pudo ser de aproximadamente 0,4 puntos.

#### **IV. Recuperación económica y estrategias de salida de las políticas de estabilización**

Como se ha ido analizando en las secciones anteriores, la recesión de 2009 ha sido especialmente intensa en la UEM, ha tenido efectos asimétricos sobre sus países miembros, y ha estado asociada a la primera crisis financiera generalizada en los países avanzados desde la Segunda Guerra Mundial. Además, se ha producido después de un largo período de expansión que ha estado ligado a la generación de importantes desequilibrios en diferentes mercados y sectores productivos. En este sentido, es difícil prever cómo va a ser la salida de la crisis en la UEM, ya que todos estos factores nuevos hacen que las recesiones de décadas recientes no se puedan tomar como ejemplo fiable de lo que puede ocurrir durante la fase de recuperación y salida de esta crisis. No obstante, sí que es posible citar una serie de factores, tanto de carácter macroeconómico como estructural, que pueden dar algunas pistas sobre cuál será el ritmo y la forma de la salida de la crisis, y que puede determinar también las estrategias de salida de las políticas

monetarias y fiscales implementadas para estabilizar las economías europeas<sup>4</sup>.

### **Factores positivos: exportaciones, política monetaria y tipo de cambio**

La demanda de exportaciones desde los países emergentes será sólida, ya que como se ha señalado anteriormente su situación de base es mucho más robusta que en pasadas recesiones y que la de los países avanzados. El crecimiento en Asia continuará, y aunque posiblemente no será tan intenso como en el período precedente a la crisis, su potencial de convergencia en términos de renta per cápita con Europa y Estados Unidos es todavía muy grande. Los países asiáticos, en particular, son importantes demandantes de las exportaciones europeas en los mercados internacionales, sobre todo de bienes de capital, lo que está favoreciendo de manera particular a países como Alemania, con ventajas comparativas importantes en la producción de este tipo de bienes. En cualquier caso, es necesario no exagerar el efecto de la demanda de los países emergentes, ya que su cuota en las exportaciones europeas es todavía baja, por lo que no serán suficientes como para compensar el menor crecimiento de los otros países avanzados. Por ejemplo, Estados Unidos crecerá probablemente a menor ritmo que en la expansión anterior, por lo que no se puede esperar una recuperación de su demanda de productos europeos a los niveles previos a la crisis.

Por lo que respecta a las políticas moneta-

rias, seguirán siendo expansivas durante todo el año 2010 y la subida de tipos de interés será relativamente lenta. El BCE mantendrá los tipos oficiales al 1% durante al menos todo 2010, y la estrategia de salida de las políticas de expansión de liquidez será relativamente lenta, dado que las condiciones en los mercados financieros aún no se han normalizado completamente.

Por último, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha empezado a depreciarse, sobre todo como consecuencia de la crisis griega y del menor crecimiento relativo de la zona euro frente a Estados Unidos en el primer trimestre de 2010. Aunque sea difícil de prever su evolución a medio y largo plazo, el tipo de cambio de equilibrio se encuentra probablemente alrededor de 1,20 \$/€, de manera que un acercamiento paulatino a dicho nivel desde su valor actual fomentará las exportaciones europeas.

### **Factores negativos: reestructuración bancaria, endeudamiento, rigideces y consolidación fiscal**

Desde que empezó la crisis, la reestructuración del sistema bancario en Europa ha sido más lenta que en Estados Unidos, aunque las ayudas públicas han sido en algunos países muy cuantiosas en términos de su PIB (Pisani-Ferry y Sapir, 2010). La banca europea de la zona euro no ha pasado por un proceso de desapalancamiento tan importante como el de los bancos estadounidenses y, de hecho, sus actuales ratios de apalancamiento son mayores que los

de sus homólogos norteamericanos, lo que no está justificado por la estructura de riesgos de sus activos. Además, el sector bancario es una fuente de financiación del resto de la economía mucho más importante en la zona euro que en EE UU o el Reino Unido. Aunque la mayor parte de la desaceleración del crédito al sector privado puede explicarse por un descenso de la demanda, tanto en términos de cantidad como de calidad, la solidez del sector bancario será fundamental durante la recuperación y para el crecimiento futuro. El ejemplo de Japón en la década de 1990, donde los bancos no se reestructuraron adecuadamente y no tuvieron la solidez financiera necesaria para embarcarse en nuevos proyectos de financiación, constituye un serio aviso para una Europa en donde la ausencia de una reestructuración bancaria intensa podría retrasar la recuperación durante mucho más tiempo del deseado.

Un segundo aspecto que puede lastrar la recuperación en algunos países europeos es el elevado endeudamiento de las economías domésticas y de una parte de su sector empresarial. Si bien el nivel de endeudamiento privado del conjunto de la eurozona es menor que en Estados Unidos o en el Reino Unido, esta situación dista de ser homogénea entre los países de la UEM. A la debilidad del consumo privado en algunos países como consecuencia del aumento de la tasa de ahorro (por ejemplo, en España) se une el débil comportamiento secular del consumo privado en países

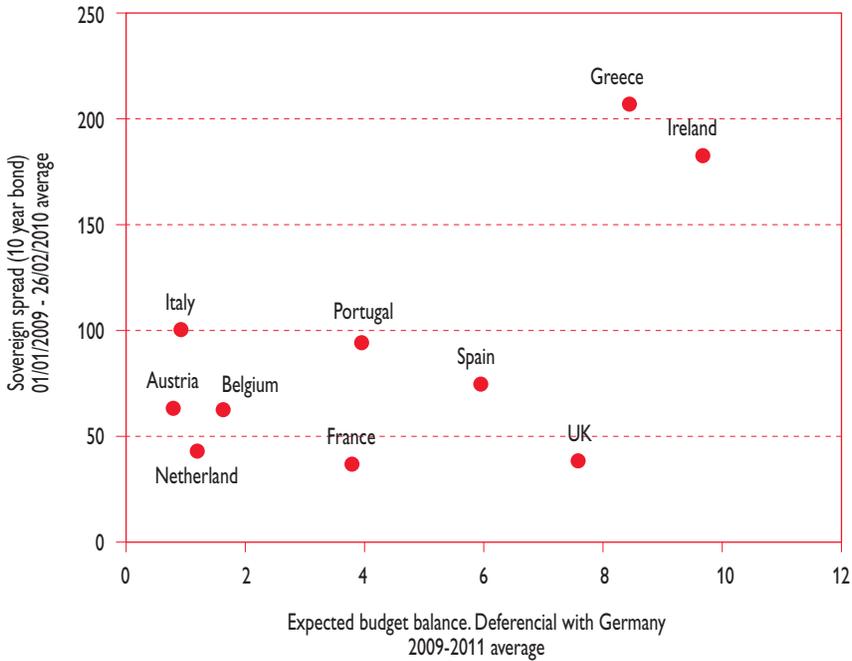
como Alemania, en donde la recuperación se está produciendo como consecuencia de las exportaciones, y ello a pesar de que los planes de subvención al empleo han conseguido mantener la tasa de paro relativamente baja en ese país. En estas circunstancias, hasta que el consumo no se recupere claramente y desaparezca la incertidumbre que incentiva el ahorro por motivos de precaución no parece probable que la salida de la crisis en Europa sea duradera e intensa.

En tercer lugar, muchas de las rigideces estructurales en Europa siguen sin haberse corregido, por lo que, al igual que en recesiones anteriores, la salida de la recesión y la recuperación de las tasas de empleo será comparativamente más lenta que en otras economías como, por ejemplo, en Estados Unidos. Los clásicos problemas de rigideces diferenciales en el mercado de trabajo y en los mercados de bienes respecto a Estados Unidos hacen que el estímulo sobre el crecimiento económico de los efectos *schumpeterianos* de destrucción creativa sean en Europa mucho menores que en esa economía.

Por último, la finalización de los programas de estímulo fiscal y el inicio de la consolidación fiscal en algunos países europeos plantea dudas sobre la capacidad de la demanda privada para sustituir la disminución de la demanda pública sin afectar negativamente al crecimiento. La naturaleza transitoria de las medidas de estímulo fiscal fue una de las tres condiciones del

Gráfico 9

Riesgo soberano y expectativas de déficit público



Fuente: BBVA ERD basado en Boomborg y AMECO.

paquete fiscal óptimo tan debatido un año atrás (las otras dos eran que tuvieran objetivos claros y que se pusieran en marcha a tiempo) y todos los países diseñaron planes de estímulos en esta dirección. Como resultado de ello, en algunos países, los planes de compra de vehículos han terminado. En otros, los planes de inversión pública (como el de obras públicas locales en España) se han prorrogado sólo parcialmente. Las reducciones del IVA en el Reino Unido estaban previstas para un período limitado y ya se han revertido.

Aunque en Francia y Alemania buena parte del estímulo aprobado en 2009 continúa en 2010, en el conjunto de la eurozona los impulsos fiscales van a ser menores en 2010 que en 2009 e irán desapareciendo a lo largo de la primera mitad del año.

#### Estrategias de salida y crecimiento futuro

Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido que, a pesar de la disminución del potencial de crecimiento de las economías europeas,

las pérdidas de producción han sido tan grandes que el diferencial de producción respecto al potencial (*output gap*) se ha ampliado y tardará tiempo en cerrarse. Como consecuencia de ello se generaron fuerzas desinflacionarias que, conjuntamente con los efectos base negativos derivados de los precios de la energía en 2008, provocaron tasas de inflación negativas en la zona euro durante los meses centrales de 2009 a las que han seguido tasas moderadas a comienzos de 2010. Tomando como punto de partida el nivel de inflación observado en la eurozona a finales del primer trimestre de 2010 (por debajo del 1,5% en promedio), la reducida inflación asociada a las importaciones y el elevado exceso de capacidad productiva existente, la predicción de la inflación para 2010 en base a cualquier curva de Phillips estándar se mantiene claramente por debajo del objetivo de inflación del BCE. En estas condiciones, parece razonable esperar que el BCE lleve a cabo una estrategia de salida gradual de las inyecciones de liquidez y que posponga las subidas de tipos a mediados de 2011 (véase Navia *et al.*, 2009). De hecho, con una inflación que está bajo control, una intensa desaceleración de la M3 y del crédito al sector privado, una estrategia de salida de la política monetaria más intensa de lo necesario durante 2010 podría ahogar la recuperación actual.

Por lo que respecta a las estrategias de salida de la política fiscal, la consecución del objetivo de estabilidad presupuestaria desde elevados déficit de las administraciones públicas que ha

originado esta crisis (gráfico 7) va a ser un proceso muy prolongado en el tiempo y exigirá enormes sacrificios. Un buen ejemplo de las dificultades a las que ya se están enfrentando o podrían hacerlo en el futuro otros países de la eurozona es el ajuste fiscal que ha tenido que llevar a cabo Grecia a comienzos de 2010, en una situación en la que la sostenibilidad de sus finanzas públicas ha sido puesta seriamente en duda por los mercados financieros, con algunos altibajos, a partir de la primavera de 2009. De hecho, la situación actual de los *spreads* soberanos de los países de la UEM (gráfico 9) contrasta muy significativamente con la que se observaba antes del verano de 2007, cuando los mercados financieros infravaloraban el riesgo implícito de niveles de deuda pública muy diferentes, al igual que ocurría con el endeudamiento del sector privado, en un momento de abundancia de crédito. Como han señalado Escrivá y Ledo (2009), en los años previos a la crisis financiera de 2007 se observó una relajación de la disciplina de mercado mayor que la existente en otras expansiones, lo que sin duda estuvo detrás de la estabilidad financiera.

Este cambio tan importante en los *spreads* soberanos y la preocupación que genera la sostenibilidad de las cuentas públicas en los mercados financieros permite extraer algunas lecciones<sup>5</sup>. Primera, que los gobiernos que ignoran la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo terminan siendo penalizados por los mercados financieros. Segunda, que la reacción de los mercados está marcada por comportamientos no

lineales, de manera que en períodos de crecimiento tienden a infravalorar el riesgo e imponen una escasa disciplina a las autoridades fiscales, mientras que en los períodos de elevada incertidumbre pueden llegar incluso a sobrereaccionar. Tercera, como consecuencia de la disciplina impuesta por los mercados financieros, las estrategias de salida de la política fiscal van a tener distintas velocidades según países: algunos se pueden permitir una salida más lenta mientras que otros se ven obligados a retirar los estímulos fiscales cuando la recuperación todavía no se ha consolidado. Cuarta, la UEM tiene que mejorar el diseño de las reglas fiscales incluidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a lo largo del ciclo económico. Aunque el PEC ha sido útil para que muchos países europeos se enfrentaran a la crisis actual con un margen de maniobra mucho más amplio que en crisis anteriores, no ha sido suficiente para evitar las tensiones que se han originado en los mercados financieros como consecuencia de las incertidumbres sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

En estas circunstancias la consolidación fiscal va a ser un proceso largo y difícil en muchos países de la UEM, que se enfrentan al dilema de mantener los estímulos actualmente aprobados para evitar una nueva recesión o empezar a reducir cuanto antes el déficit público para que el objetivo de estabilidad presupuestaria a medio plazo presentado a la Comisión Europea a comienzos de 2010 resulte creíble y factible.

## V. Efectos de la crisis sobre el potencial de crecimiento a largo plazo

En la mayor parte de los países de la UEM, la crisis de los mercados financieros y las altas tasas de paro provocarán una significativa caída del PIB a corto y medio plazo. Los efectos son más inciertos a largo plazo ya que es difícil saber hasta qué punto la crisis ha supuesto un cambio de nivel o un cambio en la tasa de crecimiento del producto potencial, y también porque la implantación de nuevas reformas estructurales podrían compensar algunos de los efectos de la crisis.

La contribución al PIB de los factores productivos que muestra la especificación de una función de producción resulta muy ilustrativa de los efectos de la crisis sobre el PIB potencial de la UEM. Ésta es la aproximación que normalmente utilizan la mayor parte de las instituciones internacionales para estimar el PIB potencial (véanse, por ejemplo, Denis *et al.*, 2006; Doménech, Estrada y González-Calbet, 2007; Comisión Europea, 2009a, y las referencias allí incluidas). La forma funcional que normalmente se utiliza es una función de producción del tipo Cobb-Douglas tal que:

$$\ln Y_t = \ln A_t + a \ln K_t + (1-a) \ln L_t$$

en donde  $Y$  es el PIB real a precios de mercado,  $L$  el número total de horas trabajadas,  $K$  el stock de capital físico y  $A$  la productividad total de los factores. La Comisión Europea utiliza un valor de

alpha igual a 0,37, muy similar a la participación de las rentas del capital en las rentas totales. La productividad total de los factores se suaviza (con el filtro de Hodrick y Prescott, 1997) para obtener sus componentes tendenciales y cíclicos. Idéntica descomposición puede hacerse del stock de capital, que alternativamente puede corregirse por la utilización de la capacidad productiva. El número total de horas se descompone en el producto de las horas por trabajador ( $h$ ), la tasa de empleo (el número de trabajadores ocupados sobre la oferta de trabajo, que a su vez es igual a uno menos la tasa de desempleo,  $u$ ), la tasa de actividad ( $N_t^5 / N_t^{16-64}$ ) y la población en edad de trabajar ( $N_t^{16-64}$ ):

$$L_t = h_t (1 - u_t) N_t^5 \frac{N_t^{16-64}}{N_t^{16-64}}$$

Utilizando esta expresión es posible obtener una descomposición entre los componentes tendenciales y cíclicos de las horas trabajadas a partir de la descomposición de cada una de estas variables, en la que la distinción entre las tasas de desempleo estructural y cíclico es especialmente relevante<sup>6</sup>.

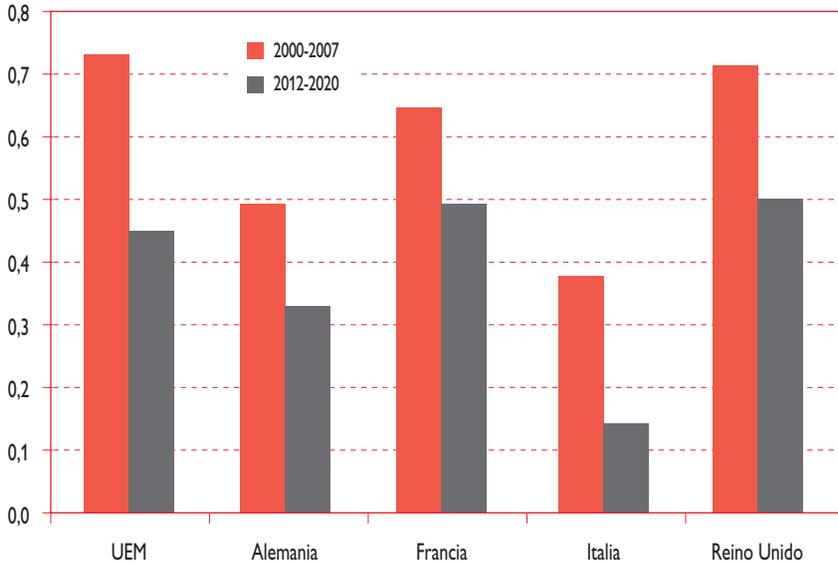
En resumen, los efectos de la crisis sobre el PIB potencial vienen determinados por sus efectos sobre la acumulación de capital, sobre las variables que determinan el número total de horas trabajadas y sobre la productividad total de los factores.

Uno de los primeros efectos de la crisis va a ser la persistente disminución de la tasa de inversión y, por lo tanto, de la acumulación de capital físico. Este colapso de la inversión (en torno al -11% en la zona euro y al -13% en el Reino Unido, en 2009) se produce después de años de elevado crecimiento de la inversión asociado a unos costes de financiación muy bajos y de una abundante disponibilidad del crédito.

A corto y medio plazo, tres factores van a afectar negativamente la inversión y la acumulación de capital. En primer lugar, las modestas previsiones de futura demanda y las restricciones financieras generadas por la crisis desincentivarán la inversión y exigirán la aportación de mayores niveles de recursos propios por parte de las empresas. Segundo, aunque a medio plazo dé lugar a una asignación más eficiente de los recursos productivos, la actual recesión también ha puesto en evidencia la necesidad de ajustes estructurales en sectores productivos específicos (especialmente la construcción), que tardarán tiempo en implementarse y que supondrán la destrucción de capital instalado como consecuencia del exceso de capacidad en esos sectores. Tercero, la normalización de la política monetaria afectará negativamente a la formación de capital a través de unos tipos de interés reales más altos como consecuencia de una mayor aversión al riesgo y de los elevados niveles de endeudamiento del sector público. Como consecuencia de todo ello, la menor acumulación de capital reducirá su aportación al crecimiento

Gráfico 10

Contribución del capital al crecimiento potencial.  
Contribución de la acumulación de capital al crecimiento potencial  
(en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA.

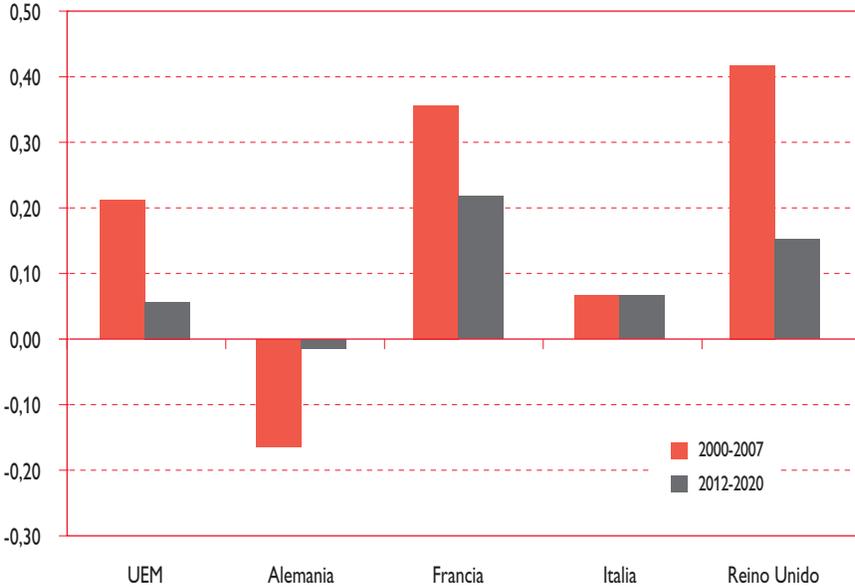
potencial en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales (gráfico 10).

De igual manera que con el capital físico, es previsible que el empleo también reduzca su aportación al crecimiento potencial debido a tres razones. En primer lugar, porque se está produciendo un aumento de la tasa de desempleo estructural, asociado a la rigidez de los mercados de trabajo europeo. En segundo lugar, de acuerdo con las tendencias proyectadas por la Comisión Europea (EUROPOP 2008), el ritmo de crecimiento de la población activa registrado en

los últimos años no se mantendrá a medio plazo, lo cual refleja la baja tasa de natalidad de los países desarrollados y la reducción de los flujos migratorios como consecuencia del deterioro del mercado de trabajo. Por último, el significativo incremento de la tasa de participación de los últimos años ha sido otro factor que explica el aumento del potencial de producción en algunos países europeos. Sin embargo, esta cifra ya se encuentra en niveles altos y es poco probable que pueda crecer a tasas parecidas a las del pasado. Además, los efectos a medio plazo de

Gráfico 11

Contribución del crecimiento de la población activa al crecimiento potencial.  
 Contribución de la población 16-54 al crecimiento potencial  
 (en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA.

la crisis en la participación de los trabajadores son ambiguos. De una parte, el deterioro del mercado de trabajo podría desalentar la búsqueda de empleo y reducir la masa de trabajadores, en especial si existen incentivos para una jubilación anticipada. Por otro lado, algunas personas podrían incorporarse al mercado de trabajo para compensar la disminución de la renta o del patrimonio. Teniendo en cuenta las perspectivas de la tasa de desempleo estructural y de crecimiento de la población activa (gráficos 11 y 12), el empleo reducirá previsiblemente su apor-

tación positiva al crecimiento potencial en aproximadamente 0,2 puntos en la zona euro.

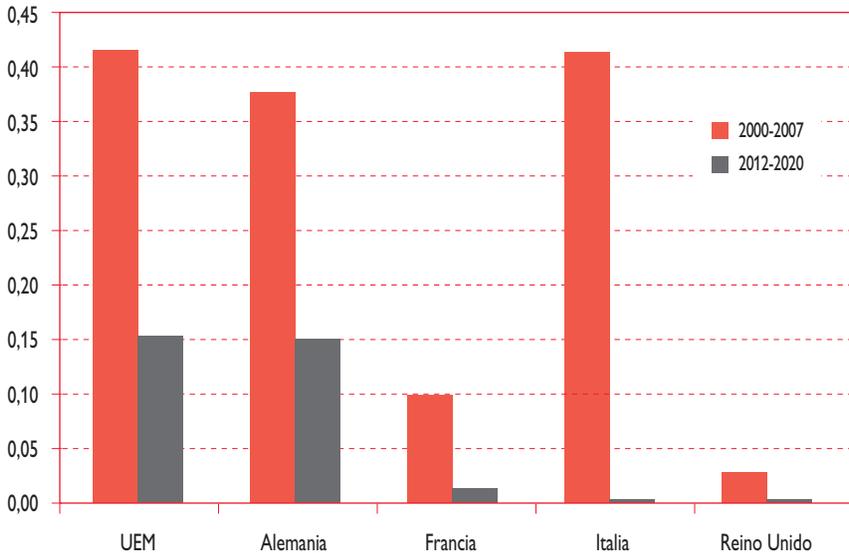
La menor contribución del capital y del empleo al crecimiento potencial se verá contrarrestada, pero sólo parcialmente, por una mejora de la productividad total de los factores, que crecerá más que en los años previos a la crisis como consecuencia de una asignación más eficiente de los recursos. En primer lugar, a corto plazo el aumento del paro (sobre todo en sectores con alto insumo de mano de obra y baja cualificación) en algunos países puede

conllevar un aumento de la productividad. Por ejemplo, en países como España existe una alta correlación entre el aumento del paro y el incremento de la productividad aparente del trabajo. Sin embargo, en otros (Alemania es el ejemplo más claro) los programas para el mantenimiento de puestos de trabajo mediante subsidios a la reducción de la jornada de trabajo están experimentando un descenso de la productividad aparente del trabajo, si no se corrige adecuadamente por el número de horas trabajadas. En segundo lugar, la productividad

total de los factores podría aumentar porque la desaceleración sacaría del mercado a las empresas ineficientes e incentivaría una reestructuración sectorial mediante la asignación de recursos hacia empresas más eficientes. En estas circunstancias, nuestras proyecciones más recientes (véase BBVA, 2009) prevén un incremento moderado de la aportación de la productividad total de los factores (gráfico 13), susceptible de contrarrestar parcialmente los efectos de la menor aportación del capital y del empleo sobre el crecimiento potencial.

Gráfico 12

Contribución de la tasa de actividad al crecimiento potencial  
(en puntos porcentuales)



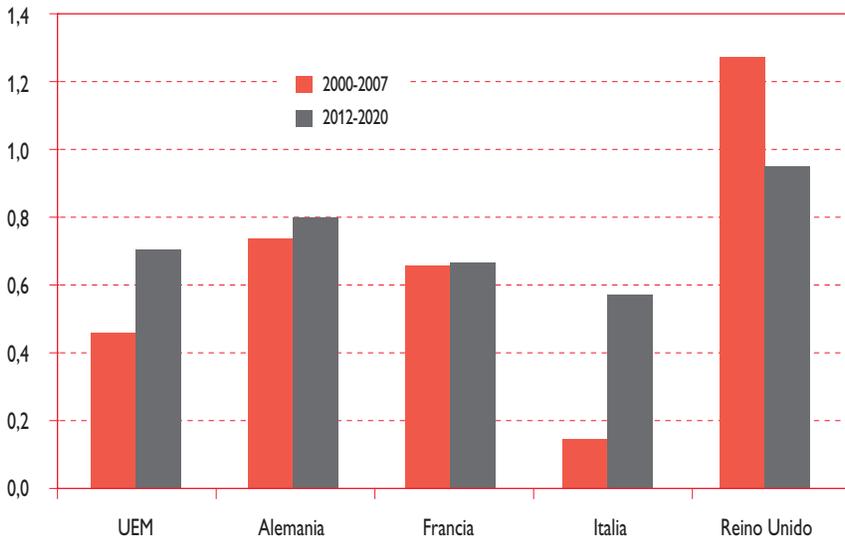
Fuente: SEE BBVA.

Como consecuencia de la disminución de la contribución del crecimiento del capital y del empleo al crecimiento potencial, éste disminuirá previsiblemente unas tres décimas, desde el 1,8 al 1,5% (véase el gráfico 14). No obstante, en la medida en que el crecimiento potencial no está predeterminado, es posible contrarrestar algunos de los efectos negativos de la crisis actual sobre el crecimiento futuro con políticas económicas adecuadas. Las lecciones que se pueden extraer de recesiones anteriores (la Gran Depresión o el reducido crecimiento de Japón de las dos últimas

décadas) señalan que una de las primeras prioridades debería ser garantizar el correcto funcionamiento del mercado financiero para favorecer la inversión y la acumulación de capital. También es necesario aplicar reformas estructurales dirigidas a incrementar el crecimiento del empleo y a incentivar la participación en el mercado de trabajo. En tercer lugar, es imprescindible promover la economía del conocimiento, que afecta positivamente a la productividad total de los factores. Los resultados de la agenda de Lisboa para 2010 han sido decepcionantes tanto en términos de

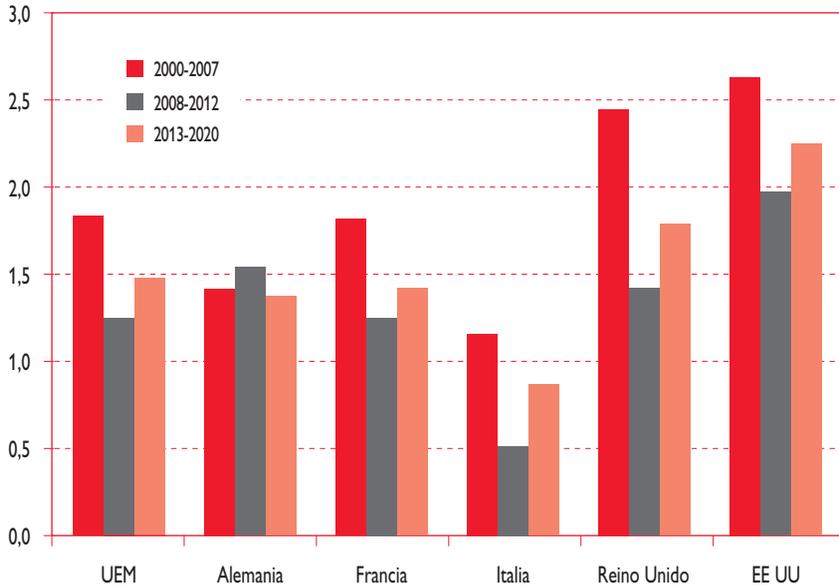
Gráfico 13

Contribución de la productividad total de los factores al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA.

**Gráfico 14**  
Crecimiento del PIB potencial  
(porcentaje medio)



Fuente: SEE BBVA.

empleo como en alcanzar a los países que destinan una mayor participación de su PIB a la inversión en I+D. La cumbre del Consejo Europeo de marzo de 2010 ha renovado algunos de esos objetivos en su estrategia para 2020, pero es necesario crear los incentivos adecuados para alcanzar una tasa de inversión del 3% en I+D y una tasa de empleo del 75%.

## VI. Conclusiones

Aunque la crisis iniciada en el verano de 2007 parecía que iba a tener efectos muy limitados

sobre la UEM en comparación con Estados Unidos, los países de la eurozona sufrieron en 2009 la mayor caída de su actividad desde el final de la Segunda Guerra Mundial, con efectos asimétricos importantes en términos de desempleo y déficit público. Parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y tendrá efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona en sus niveles de endeudamiento del sector público y en el potencial de crecimiento económico. La lentitud en el proceso de reestructuración bancaria en términos relativos a Estados Unidos, la presencia de rigideces importantes en el funcionamiento de algunos

mercados, los elevados niveles de endeudamiento del sector privado en algunos países y el necesario proceso de consolidación fiscal van a afectar significativamente el proceso de recuperación económica.

En resumen, la UEM se encuentra ante un período de menor crecimiento, en el que la expansión de los últimos quince años no se va a repetir fácilmente, y ante importantes reformas estructurales que implementar para que la economía europea aumente su crecimiento, disminuya su tasa de desempleo y pueda reducir el diferencial relativo con respecto a Estados Unidos en términos de renta per cápita y empleo.

La crisis económica de los dos últimos años ha supuesto la prueba más importante para el euro desde su creación. A pesar de las críticas vertidas desde antes de la puesta en marcha de este proyecto europeo (Jonung y Drea, 2009), la existencia de una moneda común ha permitido que países con situaciones de partida muy diferentes en términos de los desequilibrios acumulados en el período de expansión previo a la crisis hayan podido contar con un margen de maniobra impensable en términos de políticas fiscales y monetarias fuera de la UEM. No obstante, esa elevada heterogeneidad y las asimetrías existentes obligan a implementar estrategias de salida muy diferentes entre sus miembros, puesto que ese margen no es ilimitado. Y obligan también a mejorar las reglas y los sistemas de

alerta que han de evitar en el futuro la generación de desequilibrios que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica del conjunto de la UEM y cuestionar la propia existencia de la zona euro tal y como la conocemos hoy.

## Referencias bibliográficas

- Almunia, M., A. Benetrix, B. Eichengreen, K. H. O'Rourke y G. Rua (2010): "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", *Economic Policy*, pp. 219-265.
- Attinasi M. G., C. Checherita y C. Nickel (2009): "What Explains the Surge in Eurozone Sovereign Spreads during the Financial Crisis of 2007-09?", ECB Working Paper n° 1131/2009.
- BBVA (2009): *Europa Watch*, diciembre.
- Claessens, S., G. Dell'Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010): "Cross-country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis", *Economic Policy*, pp. 267-293.
- Comisión Europea (2009a): "Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output", *European Economy Occasional Papers*, n° 49.
- Comisión Europea (2009b): "Sustainability Report 2009", European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Comisión Europea (2009c): "Annual Report On The Euro Area 2009", *European Economy*, n° 6.
- Corsetti, G., M. P. Devereux, L. Guiso, J. Hassler, G. Saint-Paul, H. W. Sinn y J. E. Sturm (2010): "From Fiscal Rescue to Global Debt", en Corsetti et al., *The EEAG Report on The European Economy*, CESIfó.
- Corsetti, G., A. Meier y G. J. Müller (2010): "When, Where and How Does Fiscal Stimulus Work?", mimeo.
- Cottarelli, C. y J. Viñals (2009): "A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies", *IMF Staff Position Note* SPN/09/22.
- Cwik, T. y V. Wieland (2009): "Keynesian Government Spending Multiplier and Spillovers in the Euro Area", CEPR Discussion Paper 7389.
- Denis, C., D. Grenouilleau, K. McMorrow y W. Röger (2006): "Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps-A Revised Production Function Approach", *Economic Papers* n° 247, Comisión Europea.
- Doménech, R. (2009): "La política fiscal en un entorno de crisis". Presentación en el Curso de Verano UPV-EHU. San Sebastián (disponible en: [www.serviciodeestudios.bbva.com](http://www.serviciodeestudios.bbva.com)).
- Doménech, R., A. Estrada y L. González-Calbet (2007): "Potential Growth and Business Cycle in the Spanish Economy: Implications for Fiscal Policy", mimeo. Universidad de Valencia.
- Doménech, R. y J. R. García (2010): "¿Cómo conseguir que crezcan la productividad y el empleo, y disminuya el desequilibrio exterior?", *Claves de Economía Mundial* (en prensa).
- Escrivá, J. L. (2009): "Zero Interest, Quantitative Easing: Appropriate for Now, but Where is the Exit?", presentación en International Conference of Commercial Banks Economics, Múnich (disponible en [www.serviciodeestudios.bbva.com](http://www.serviciodeestudios.bbva.com)).
- Escrivá, J. L. y M. Ledo (2009): "Disciplina de Mercado y Estabilidad Financiera", en J. A. Alonso, S. Fernández de Lis y F. Steinberg (coordinadores), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*. ICO, AFI, ICCEI y Elcano.
- FMI (2009): "Regional Economic Outlook. Europe: Securing Recovery", *World Economic and Financial Surveys*.
- FMI (2010): "Exiting from Crisis Intervention Policies", Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare y P. van den Noord (1995): "Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 152.
- Hall, R. E. (2009): "By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output?", *NBER Working Paper*, n° 15496.
- Hodrick, R. y E. Prescott (1997): "Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 29, pp. 1-16.
- Jonung, L. y E. Drea (2009): "The Euro: It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last. US

- Economists on the EMU, 1989-2002", *European Economy Economic Papers*, nº 395.
- Navia, D., N. Trillo, M. Dal Bianco, I. González-Panizo, M. Martínez y Ch. Felton (2009): "Unwinding Non-conventional Monetary Policy: Gradual Strategies with Asymmetric Risks", *Markets Views*, diciembre (disponible en [www.servicio.deestudios.bbva.com](http://www.servicio.deestudios.bbva.com)).
- OCDE (2009): "Policies to Overcome the Crisis ", en *European Union, OECD Economic Surveys*.
- Pisani-Ferry, J. y A. Sapir (2010): "Banking Crisis Management in the EU: An Early Assessment", *Economic Policy*, pp. 341-373.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2008): "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, nº 98(2), pp. 339-344.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

## Notas

- <sup>1</sup> La Comisión Europea (2009c), la OCDE (2009) y el Fondo Monetario Internacional (2009) analizan también con detalle los efectos de la reciente crisis económica en Europa.
- <sup>2</sup> Un análisis detallado en los países europeos de las implicaciones de la crisis sobre el déficit y la deuda de las Administraciones públicas se encuentra en el informe sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la Comisión Europea (2009b).
- <sup>3</sup> En los trabajos de Corsetti, Meier y Müller (2010), Cwik y Wieland (2009), Hall (2009) y Doménech (2009) puede encontrarse una estimación de estos efectos, así como una revisión de la literatura relacionada.
- <sup>4</sup> Sobre las estrategias de salida de las políticas económicas implementadas con fines estabilizadores, Cottarelli y Viñals (2009) y el FMI (2010) ofrecen un interesante conjunto de recomendaciones.
- <sup>5</sup> Attinasi, Checherita y Nickel (2009) analizan el aumento de los *spreads* soberanos entre 2007 y 2009 en los países europeos y discuten sus causas. El incremento de la aversión al riesgo y la preocupación por la situación de las finanzas públicas, afectada por la transferencia del riesgo del sector privado al público como consecuencia de las ayudas públicas a los sistemas bancarios de muchos países, explican la mayor parte de los movimientos en los *spreads* soberanos.
- <sup>6</sup> La forma tradicional de estimar la tasa de desempleo estructural consiste en la estimación de una curva de Phillips, de manera que la tasa de desempleo estructural es aquella para la que la inflación se encuentra en su nivel de equilibrio a largo plazo, por lo que se le conoce como NAIRU.

## América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?

### Resumen:

La salida de la crisis es más rápida de lo esperado, en gran medida por fortalezas que los países de América Latina desarrollaron gracias a la adopción de políticas macroeconómicas más sanas. La disminución del endeudamiento externo, el fortalecimiento fiscal, la acumulación de reservas internacionales y una mejora en la inserción de la región en los mercados financieros internacionales dejaron las economías de América Latina en mejor situación que en el pasado, contribuyendo así a ampliar los espacios para implementar políticas contracíclicas. El impulso fiscal sobre la demanda interna, acompañado por las medidas tomadas desde los bancos centrales de la región a fin de garantizar la liquidez de los mercados y la gradual normalización de los mercados financieros, en muchos casos con el apoyo de los bancos públicos, permitieron la recuperación de la actividad económica. Más allá de la crisis, el objetivo de retomar el crecimiento sostenido plantea nuevos y más complejos desafíos y requiere de la generación y ampliación del espacio de políticas, mediante el aumento de los recursos, la creación de instrumentos y el fortalecimiento de las instituciones.

### *Palabras clave:*

crisis económica, políticas contracíclicas, espacio de políticas, recursos, instrumentos, instituciones

### Abstract:

The emergence from this crisis has been quicker than was expected, largely thanks to the strengths that the countries of the region had developed through sounder macroeconomic policy management. This time, the region is on a better footing than in previous crises with more room to deploy countercyclical measures, thanks to external deleveraging, improved fiscal accounts, the build-up of international reserves and its greater integration into international financial markets. The fiscal

stimulus packages introduced to boost domestic demand, together with the measures taken by the region's central banks aimed at ensuring liquidity and the gradual return to normalcy in the financial markets, often with help from public banks, created the conditions for the resumption of economic activity. Beyond the crisis, the objective of regaining sustained growth poses new and more complex challenges and requires the generation and the expansion of policy space, through the increment of resources, the creation of instruments and the strengthening of institutions.

*Key words:*

economical crisis, countercyclical policies, policy space, resources, instrument, institutions

## América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?\*

### I. Introducción

La crisis económica global marcó la interrupción de la fase más larga e intensa de crecimiento económico de América Latina desde la década de los años setenta. Esto se dio en el marco de una generalizada expansión económica internacional, cuyo auge abarcó desde 2003 hasta mediados de 2007, cuando comenzaron a generalizarse de manera gradual los problemas que se iniciaron en el segmento de hipotecas de alto riesgo de los Estados Unidos. El impacto se reflejó en los sistemas financieros de todo el mundo y afectó significativamente a los mercados de bienes y de trabajo, de manera muy marcada desde septiembre de 2008.

El fantasma de la “Gran Depresión” atemorizó al mundo hacia fines de 2008 y este temor

motorizó una respuesta inusitada desde la política económica. La crisis de los años treinta dejó como enseñanza la necesidad de actuar de manera resuelta a través de políticas monetarias y fiscales expansivas, a fin de evitar el riesgo de una depresión económica y esto fue, si bien con diferencias determinadas por las capacidades distintas y por las particularidades de cada caso, lo que los países han estado haciendo de manera generalizada desde 2008.

Otra importante diferencia con lo que ocurrió en los años treinta es que actualmente existen varias instancias de coordinación internacional, tanto a nivel regional como multilateral, algunas de ellas creadas después de la Gran Crisis y de la Segunda Guerra Mundial, y otras de creación más reciente, como el Grupo de los Veinte (G-20). Incluso con sus

\* El autor agradece el apoyo y los comentarios de Rafael López-Monti sobre una versión anterior de este artículo.

limitaciones, estas instituciones tienen alguna capacidad para potenciar las políticas que los países implementen de manera aislada y para evitar, o al menos limitar, las prácticas predatorias que a través de la política comercial o de la política cambiaria pueden dañar al comercio internacional, que ya ha sido bastante castigado por la crisis.

Aunque la velocidad y la magnitud de las respuestas de política macroeconómica impidieron que alcanzara la intensidad de la Gran Depresión, en términos de niveles de desempleo, incumplimientos contractuales y subutilización de los recursos productivos, se trató, sin duda, de una perturbación económica mundial de gravedad inusual, cuya resolución tiene, a comienzos de 2010, un elevado grado de incertidumbre. Lo que comenzó siendo una crisis financiera se trasladó rápidamente a las variables reales y se internacionalizó a través de: a) la contracción del crédito derivada de la fragilidad del sistema financiero; b) la destrucción de riqueza, financiera y no financiera, derivada de la pérdida de valor de las propiedades inmobiliarias y de las acciones y otros activos; c) el deterioro de las expectativas sobre la evolución de la actividad económica que afectó a las decisiones de consumo de las familias y de inversión de las empresas; y d) la disminución del comercio mundial<sup>1</sup>.

El objetivo de este artículo es analizar el impacto de la crisis en América Latina, la respuesta que, como nunca antes, los gobiernos

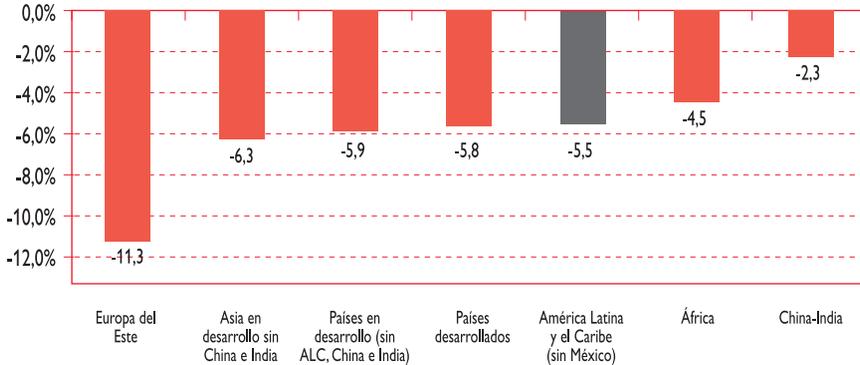
de la región pudieron dar para hacer frente a la situación y los desafíos que se presentan para la política macroeconómica más allá del corto plazo. La sección II se dedica a describir dónde estaba América Latina en el momento de la crisis y cuáles fueron los principales impactos a nivel de los grandes agregados macroeconómicos. En la sección III se presentan los canales de transmisión a través de los cuales la crisis internacional impactó en las economías de la región. La sección IV analiza uno de los principales rasgos distintivos de esta crisis: la disponibilidad de un mayor espacio de políticas macroeconómicas y la forma en que los países aprovecharon ese espacio para llevar adelante medidas compensatorias. Finalmente, en la sección V se hacen algunas consideraciones acerca de los desafíos que enfrenta la política macroeconómica en la región más allá de la crisis.

## II. El impacto de la crisis en América Latina

Aunque dada la magnitud que adquirió la crisis ninguna parte del mundo ha quedado al margen, y América Latina no fue la excepción, se trata de una situación distinta de otras que sufrimos en el pasado. No solo, obviamente, porque en esta oportunidad el epicentro estuvo en los países desarrollados –aunque esto no es en absoluto un hecho menor en la explicación

Gráfico 1

Diferencial de crecimiento 2009 vs. promedio 2003-2008, en puntos porcentuales



Fuente: Estimación del autor en base a datos de CEPAL y FMI.

de la evolución económica reciente— sino, sobre todo, por el momento en que la crisis llegó a la región y por el modo en que la afectó.

En primer lugar, aunque se estima que el PIB de la región podría haber sufrido una contracción cercana al 2% en 2009<sup>2</sup>, este descenso se debe en gran medida a la fuerte caída del PIB de México, estimada en un 6,7%. De hecho, si se excluyera a la economía mexicana del PIB regional, la variación estimada resultaría casi nula, y la región sería una de las menos alcanzadas por la crisis, tal como puede verse en el gráfico 1, que estima el colapso de crecimiento medido a partir de la diferencia entre la variación del PIB observada en 2009 y en el promedio del período de crecimiento 2003-2008.

La conjunción de un entorno externo muy favorable y un manejo mucho más prolijo de la política macroeconómica le permitió a la región reducir su endeudamiento, repactarlo en mejores condiciones y aumentar, al mismo tiempo, sus reservas internacionales. Esto le dio a las economías latinoamericanas una situación inédita en materia de liquidez y solvencia, al menos, cuando se compara con la sucesión de crisis sufridas desde los años ochenta a la fecha. Esto explica por qué, a diferencia de otras veces, no hemos visto en esta oportunidad crisis en los sistemas financieros de los países de la región, ni procesos de huida de las monedas nacionales, lo cual contribuyó a mantener en calma los mercados cambiarios de la región.

Cuadro 1  
Deuda y reservas

|          | Deuda pública (% del PIB) |               |               | Deuda externa de corto plazo |
|----------|---------------------------|---------------|---------------|------------------------------|
|          | Total                     | Deuda interna | Deuda externa | (% de las reservas)          |
| 2001     | 45,2                      | 15,2          | 31,7          | 55,7                         |
| 2002     | 58,6                      | 17,9          | 40,7          | 47,8                         |
| 2003     | 57,6                      | 17,9          | 39,6          | 44,3                         |
| 2004     | 51,1                      | 17,0          | 34,1          | 42,5                         |
| 2005     | 42,9                      | 15,3          | 27,6          | 39,9                         |
| 2006     | 35,9                      | 14,4          | 21,5          | 33,5                         |
| 2007     | 30,0                      | 13,2          | 16,8          | 33,9                         |
| 2008     | 28,0                      | 13,0          | 15,1          | 31,3                         |
| Jun 2009 | 28,5                      | 13,6          | 15,0          |                              |

Fuente: Elaboración propia basada en datos oficiales y del Banco Mundial.

El cuadro 1 es bastante elocuente respecto a la disminución del tamaño y al cambio en la composición de la deuda pública en la última década. Como porcentaje del PIB regional, la deuda se contrajo alrededor de un 35%, en tanto que la participación de los pasivos denominados en moneda nacional creció de alrededor de un tercio a cerca de la mitad de la deuda total. Al mismo tiempo, el ratio entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales se redujo a la mitad en el mismo período, dando cuenta de una situación mucho más holgada en términos de liquidez.

Al mismo tiempo, el mayor espacio macroeconómico observado en muchos países habilitó, a diferencia de lo que era habitual en episodios de este tipo, una importante capacidad para implementar políticas anticrisis,

sobre todo en algunos países de América del Sur. Paralelamente, la mejora de la posición financiera neta a la que se aludió con anterioridad hizo posible que, rápidamente, se restableciera el acceso a los mercados financieros internacionales para un número creciente de economías de la región, lo cual también redundó en una mayor capacidad para llevar adelante políticas públicas.

Por otro lado, aunque los niveles de pobreza de la región continuaban altos, a pesar de la mejora observada en años recientes y del impacto en las variables que miden la situación social que fue negativo, un conjunto de elementos permitió que el deterioro observado fuera menor que el inicialmente proyectado. Por un lado, la caída en el nivel de actividad fue menor a la esperada y también lo fue el impacto de la

caída del nivel de actividad sobre el mercado de trabajo, por lo que la tasa de desempleo se incrementó menos de lo que la dimensión de la contracción inicial de los niveles de actividad hizo temer. El escaso dinamismo de la oferta de trabajo, y algunas iniciativas implementadas en los países para fomentar el empleo, contribuyeron a evitar un incremento más alto de la tasa de desempleo que, de todas formas, aumentó alrededor de un punto porcentual, del 7,4 al 8,3%.

Al mismo tiempo, la disminución de los precios internacionales de los productos básicos, sumada a la apreciación de las monedas de la región y al impacto de la caída de la demanda, permitió reducir significativamente la tasa de inflación, otra característica inusual de esta crisis. Esto limitó la erosión de los ingresos reales de los trabajadores, contrarrestando, al menos de forma parcial, el deterioro de los indicadores laborales, esto ayuda a explicar por qué el impacto sobre los niveles de pobreza, aunque negativo, fue más moderado que el que se esperaba inicialmente.

Por último, cabe destacar que el incremento del gasto social en los últimos años y la mayor densidad del entramado de programas, y la mayor eficacia de los mismos, también jugaron un rol importante en la contención de los costos sociales de la crisis. En este sentido, debe señalarse que, asimilando lecciones de otras crisis, los países de la región han tratado de mantener e incluso incrementar el alcance de estos programas, aun en el contexto de un paulatino estrechamiento del espacio fiscal.

### III. Los canales de transmisión de la crisis

Otra característica que distingue esta crisis respecto de episodios anteriores es que fue a través del canal real por donde se han producido los impactos más fuertes. La evolución del volumen y los precios de las exportaciones, las remesas y otros elementos directamente vinculados a la actividad económica son los factores que, junto con el deterioro de las expectativas de consumidores y productores, explican el brusco detenimiento del crecimiento observado en el cuarto trimestre de 2008.

De acuerdo con CEPAL (2009b), sólo tres países (Brasil, Chile y Perú) mostraron signos de una interrupción súbita (*sudden stop*) del flujo de capitales asociado a los efectos de la crisis, en tanto que en siete casos (Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Perú y Venezuela) la información analizada sugiere la existencia de una turbulencia comercial debida a una reducción de las exportaciones considerablemente mayor que la que habría sido típica en un movimiento cíclico usual<sup>3</sup>. Estas perturbaciones, sin embargo, están en gran medida vinculadas al comportamiento de los precios de los productos básicos, por lo que no pueden dissociarse –en su origen y en sus efectos– de un shock de tipo financiero.

Como fue señalado, las repercusiones de la crisis en las economías de América Latina se

manifestaron a través del sector real, afectando negativamente la evolución de los que habían sido en el período reciente los principales motores del crecimiento regional:

- a) Las exportaciones registraron una fuerte caída, que comenzó ya en la segunda mitad del 2008, tanto en volumen como en valor. Aun después de recortar la caída en la segunda parte del año, el volumen de las exportaciones de América Latina se contrajo alrededor del 10% en 2009. La mayor contracción, tal como se preveía, se registró en las exportaciones mexicanas, que cayeron alrededor del 14% en términos reales, mientras que en el resto de la región la caída de los volúmenes exportados resultó del orden de un 5 ó 6%.
- b) Por otro lado, el menor nivel de actividad global y la disminución de los flujos de comercio tuvieron un impacto negativo sobre los precios de los productos básicos, lo cual tuvo una repercusión negativa sobre los términos de intercambio regionales. Después del fuerte impulso alcista registrado en la primera mitad de 2008, los impactos de la crisis sobre los mercados internacionales de bienes se hicieron sentir con bastante dureza, en especial a partir de la caída de Lehman Brothers en el mes de septiembre. Si bien a comienzos de 2009 la caída de los precios internacio-

nales de los productos básicos tendió a detenerse primero y a revertirse luego, los niveles promedio del año resultaron bastante inferiores a los de 2008, lo cual implicó para la región en su conjunto un deterioro de los términos de intercambio cercano al 4%<sup>4</sup>.

- c) El turismo, actividad que tiene una participación muy significativa en el Caribe y en Centroamérica, sufrió una marcada contracción, especialmente en México en el segundo trimestre a causa de la gripe A. Para el año se estima que la contracción de la actividad turística puede haber alcanzado entre un 5 y un 10%.
- d) Las remesas han registrado una fuerte caída, tal como era esperable teniendo en cuenta que la mayoría de los latinoamericanos emigra a Estados Unidos y a España, dos de los países más afectados por la crisis. Aunque los datos disponibles muestran que este deterioro se habría detenido hacia finales del año, se observaron caídas anuales cercanas al 10% en algunos países de Centroamérica como El Salvador y Guatemala, o incluso superiores, como ocurre en los casos de Colombia, Ecuador y México.
- e) La CEPAL estima que la inversión extranjera directa presentará una contracción anual de alrededor de un 37%, por lejos la

mayor tasa de caída observada, al menos en los últimos treinta años<sup>5</sup>.

- f) Si bien los impactos de la crisis internacional se sintieron sobre todo a través del canal real, en algunos casos fueron afectados los sistemas financieros y se observó una importante contracción del crédito de la banca privada, medido en moneda constante<sup>6</sup>. Como se verá más adelante, la banca pública adoptó un rol activo en muchos países como parte de la estrategia anticíclica implementada, aunque con la excepción de Brasil, donde la participación de la banca pública en el total del crédito es significativa, en el resto de la región la capacidad de compensar la contracción del crédito de los bancos privados ha sido bastante menor.
- g) Se observó, sobre todo a fines del 2008 y comienzos de este año, un deterioro de las expectativas de consumidores y empresarios que se reflejaron en una disminución tanto del consumo privado como de la inversión. De hecho, tal como se puede ver en el gráfico 2, solo el consumo público registró variaciones positivas en la primera mitad del año, gracias a que, como se señaló, muchos de los países de la región contaron en esta oportunidad con alguna capacidad para implementar políticas contracíclicas que compensaron parcialmente

la evolución negativa de los restantes componentes de la demanda interna y contribuyeron a acelerar el proceso de recuperación en la segunda parte del año.

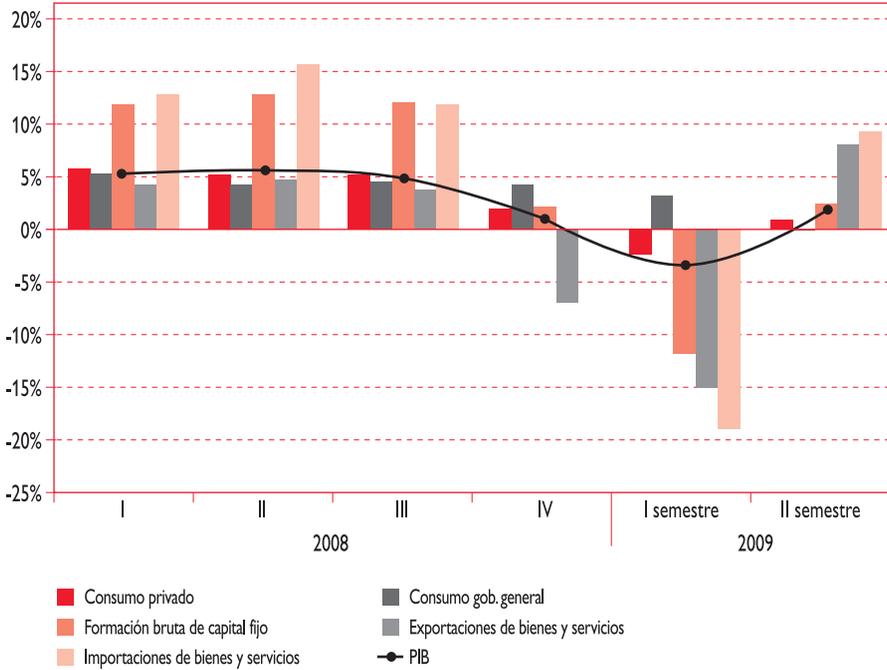
#### **IV. El espacio macroeconómico y las políticas implementadas para enfrentar la crisis**

Como se señaló anteriormente, aunque con diferencias de un país a otro, se ha observado en los últimos años un cambio en los comportamientos macroeconómicos en la región que marca un contraste con episodios previos de auge. En el período previo a la crisis, se registraron en la región incrementos en las tasas de ahorro que se tradujeron en una menor dependencia de los recursos financieros externos y, en muchos casos, en disminuciones de los pasivos externos de los gobiernos, que compensaron con creces la mayor utilización de crédito internacional por parte de los sectores privados.

Al mismo tiempo, tuvo lugar una importante acumulación de reservas internacionales, derivada de la decisión de acumular activos externos, a fin de reducir la dependencia respecto del financiamiento externo ante eventuales dificultades de liquidez. Esta conducta de autoaseguramiento reflejó la decisión de pagar un precio, equivalente al costo de oportunidad de los recursos externos acumulados, como

Gráfico 2

Composición de la oferta y la demanda totales.  
Variación contra igual período del año anterior



Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

consecuencia del reconocimiento del carácter procíclico de la oferta internacional de crédito y del deseo de evitar condicionalidades asociadas al financiamiento proveniente de fuentes multilaterales.

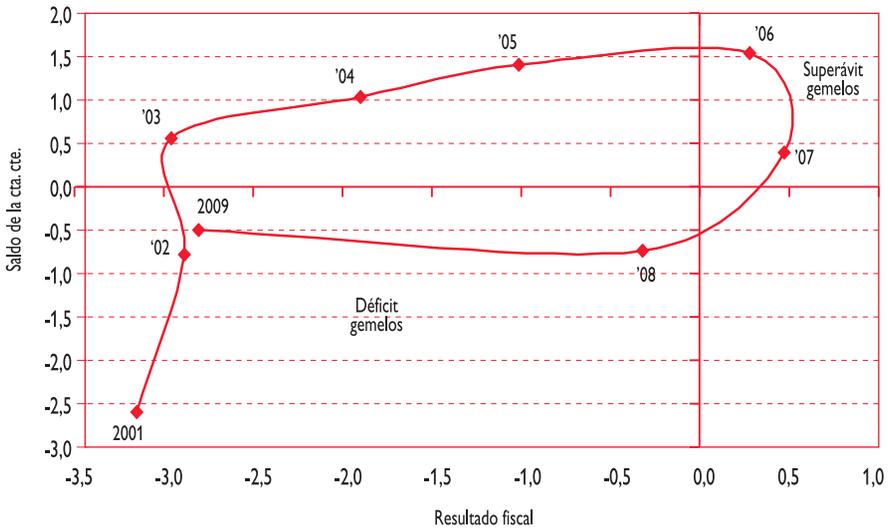
La solidez que mostraron muchos países de la región en este aspecto no solo marcó una diferencia destacada respecto de las dificultades financieras habituales en episodios similares, sino que además habilitó un

mayor espacio para la aplicación de políticas públicas.

El gráfico 3 muestra la evolución paralela de dos elementos básicos para definir el espacio para la política económica, cuando se analiza desde la óptica de los flujos: el saldo de la cuenta corriente y el saldo de las cuentas públicas. Como se ha mencionado en el apartado anterior, el período de bonanza desde 2003 y hasta al menos 2007 fue acompañado por una

Gráfico 3

América Latina: evolución de la cuenta corriente y resultado fiscal del gobierno central, 2001-2009  
(en porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

mejora paralela de ambos saldos que, de manera inédita en la región, permitió que –en promedio– América Latina registrara superávit gemelos en 2006 y en 2007.

Cabe señalar que buena parte de la mejora de la situación fiscal en los últimos años obedeció, como se señaló previamente, al aumento creciente de los precios de los productos básicos entre 2002 y la primera mitad de 2008, por lo que el deterioro observado a partir de mediados de 2008, aunque atemperado recientemente, impone un fuerte condicionamiento sobre el espacio fiscal alcanzado.

Por su parte, el deterioro de las importaciones fue tan marcado que en 2009 se observó una reducción del déficit en cuenta corriente respecto de 2008, a pesar de la disminución del volumen de exportaciones de bienes y servicios, del deterioro de los términos de intercambio y de la caída de las remesas.

Además de los límites que la dinámica de las cuentas públicas y de las cuentas externas pueda imponer a la cantidad de recursos disponibles para intervenciones contracíclicas, las características de las economías de la región plantean otros factores que condicionan la

capacidad de la política macroeconómica. En particular, al margen de la importancia de preservar niveles de liquidez que permitan una operación fluida de los sistemas financieros, la efectividad de las políticas monetarias está restringida en la mayoría de los países, dados los escasos niveles de monetización y profundidad financiera. Esta característica estructural de las economías de América Latina se ve agravada en situaciones de elevada incertidumbre, porque son afectados los mecanismos de transmisión entre las medidas expansivas derivadas de la política monetaria y el aumento de la oferta de crédito que depende de las decisiones de los bancos y, a su vez, entre el aumento de la disponibilidad de financiamiento y la utilización efectiva de éste para elevar la demanda de bienes, que se deriva de decisiones de los consumidores<sup>7</sup>.

Por otra parte, los países de la región enfrentan a veces restricciones institucionales y en la capacidad de implementación por parte del sector público, que acotan los márgenes para el uso flexible de la política fiscal con objetivos de estabilización macroeconómica. Las reducciones de impuestos son decisiones cuya implementación es relativamente sencilla, pero la magnitud de su efecto puede ser limitada en países donde el nivel de imposición de partida es bajo, tal como es el caso en la mayor parte de la región. Por otro lado, en condiciones de incertidumbre, los aumentos de los ingresos disponibles derivados de las reducciones de impuestos

no necesariamente se transforman en mayores volúmenes de demanda, en particular si los grupos favorecidos por las rebajas impositivas pertenecen a los estratos más altos de la distribución del ingreso. En contraposición, los aumentos del gasto público pueden ser más potentes pero exigen más en términos institucionales y administrativos. Incrementar la inversión pública insume tiempo, sobre todo porque los países no suelen contar con proyectos evaluados y listos para implementar. Del mismo modo, el otorgamiento de subsidios focalizados puede ser altamente efectivo, pero no todos los países han desarrollado mecanismos para identificar y llegar a los posibles beneficiarios de programas sociales.

Más allá de estas consideraciones, lo cierto es que muchos de los países de América Latina contaron en esta oportunidad con alguna capacidad para implementar políticas contracíclicas que no solo permitieron compensar, al menos parcialmente, la evolución negativa de la mayor parte de los componentes de la demanda, sino que contribuyeron a acelerar el proceso de recuperación de las economías de la región<sup>8</sup>.

### **La política fiscal**

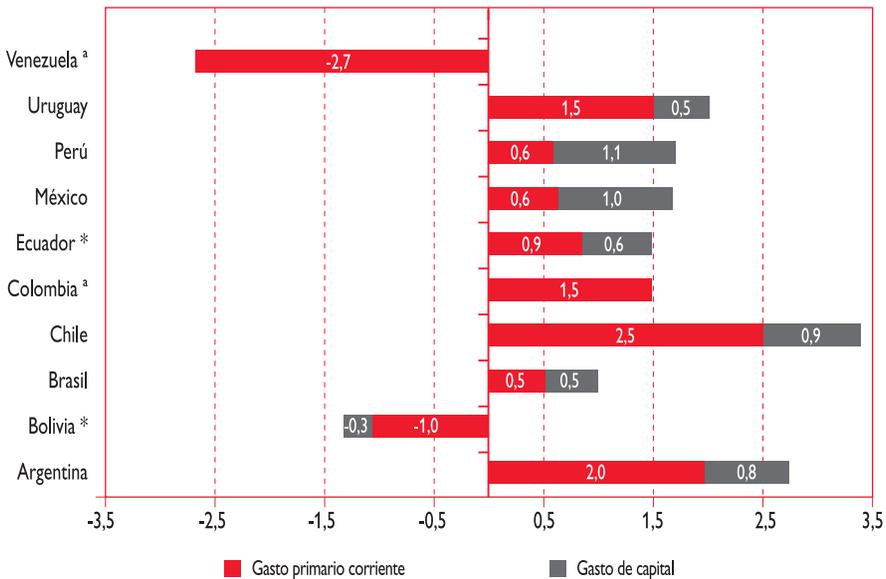
El impulso fiscal positivo fue uno de los aspectos distintivos de la evolución económica del año 2009. El saldo primario pasó de un nivel positivo equivalente al 1,3% del PIB en 2008 a un déficit primario estimado para el año en 0,8% del PIB. Este incremento promedio de

más de 2 puntos del PIB, que es una medida del impulso fiscal, responde tanto a la caída de los ingresos públicos como al aumento de las erogaciones y, entre éstas, tanto al incremento del gasto corriente como al aumento del gasto de capital.

La evolución de los ingresos respondió a la marcha del nivel de actividad y al efecto de la disminución de los precios de los productos básicos que la región exporta y que en algu-

nos países incide de manera muy significativa en la magnitud de los ingresos públicos. Adicionalmente, en muchos casos, se tomaron decisiones de política asociadas a las estrategias anticrisis, por la vía de estímulos a la demanda interna que implicaron una merma en la recaudación impositiva<sup>9</sup>. En este sentido, se ha destacado un generalizado otorgamiento de rebajas y otro tipo de beneficios sobre el impuesto a la renta, tanto de las empresas como de las personas.

**Gráfico 4**  
 América Latina (países seleccionados):  
 variación del gasto público, nueve meses de 2008-nueve meses de 2009  
 (en porcentajes del PIB)



<sup>a</sup> Corresponde a la variación del gasto total.

<sup>\*</sup> Datos correspondientes a seis meses.

Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

Desde el punto de vista del gasto los países han sido bastante ambiciosos en materia de anuncios, aunque no siempre ha sido posible constatar la puesta en práctica de los mismos. En la mayor parte de los países para los que se dispone de información de ejecución de gastos hasta el tercer trimestre del año se puede observar que ha habido un incremento significativo del gasto corriente (naturalmente más ágil) y, en menor medida, del gasto de capital, cuya ejecución es por lo habitual más lenta. En

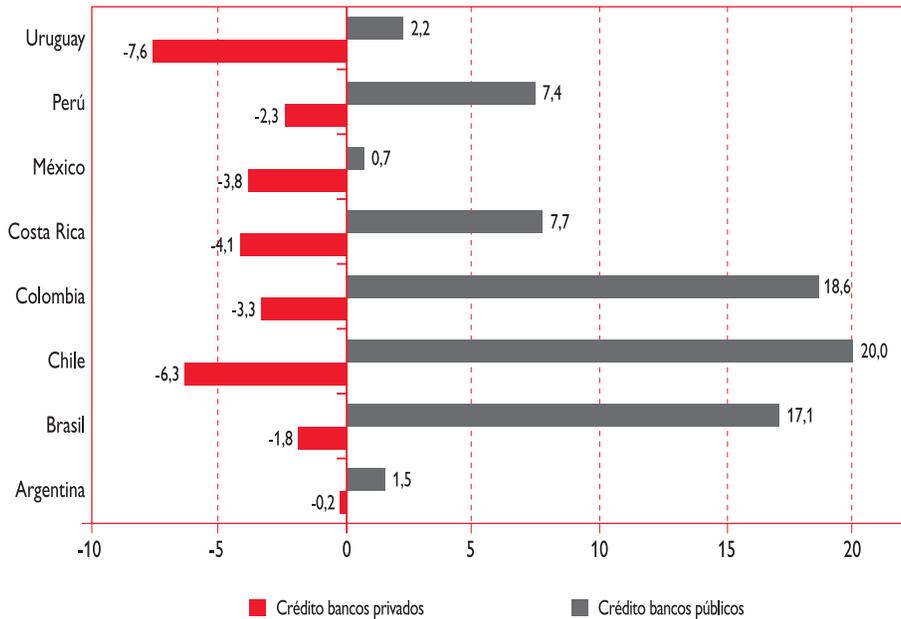
algunos de los países altamente especializados en productos intensivos en recursos naturales, el estrechamiento del espacio fiscal derivado de la fuerte caída observada en los precios de estos bienes condicionó la implementación de medidas contracíclicas<sup>10</sup>.

### Política monetaria y cambiaria

Los bancos centrales de la región impulsaron diversas medidas orientadas a garantizar la recuperación o el mantenimiento de la liquidez

Gráfico 5

Crédito de la banca pública y de la banca privada.  
Variación entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009 (en porcentajes)



Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

de los mercados financieros locales. La generalizada disminución de la tasa de inflación facilitó la flexibilización de la política monetaria, tanto en los países que se ajustan a metas explícitas de inflación como en aquellos que siguen la evolución de algún agregado monetario o algún otro criterio operativo.

Al mismo tiempo se registró una fuerte disminución de las tasas de política monetaria que, más rápido en el primer grupo de países y más tarde en el resto, fue decidida por la mayor parte de las autoridades monetarias regionales. En muchos casos, sin embargo, es interesante notar que aunque las tasas de interés disminuyeron drásticamente, la tasa de inflación se desaceleró con mayor rapidez, dando lugar a incrementos en términos reales que neutralizaron el objetivo buscado.

Por otra parte, como se señaló previamente, los esfuerzos de los bancos centrales por aumentar la liquidez de los sistemas financieros no se tradujeron en un incremento del crédito por parte de la banca privada. Como se señaló anteriormente, la banca pública formó parte de la estrategia anticíclica de algunos gobiernos de la región, incrementando el otorgamiento de créditos de manera significativa de modo de compensar el comportamiento más restrictivo de los bancos privados. Debe señalarse, en este sentido, que el impacto de este instrumento depende de la magnitud de la participación de la banca oficial en el sistema financiero, hecho que destaca la impor-

tancia de la estrategia en Brasil, donde el crédito de los bancos públicos representa alrededor del 35% del crédito total.

En relación con el tipo de cambio, pasada la situación de estrés vivida a fines del 2008 y que en algún caso se extendió hasta el comienzo de este año, la tónica general fue una retomada de las tendencias a la apreciación características del período pre crisis. La búsqueda de mayores retornos en el contexto de una abundante liquidez internacional, sumada a la buena performance relativa de muchas de las economías de la región, redundó en una fuerte entrada de capitales que explica la presión a la baja de la mayoría de los tipos de cambio en la región<sup>11</sup>.

Con la intención de defender en alguna medida el nivel real de la paridad cambiaria y en consonancia con el objetivo de sostener los niveles de liquidez internos, muchos bancos centrales intervinieron en los mercados de cambios, lo que en algunos casos permitió recomponer los niveles de reservas internacionales previos al último trimestre del 2008. En este sentido, se destaca lo ocurrido en Brasil, donde el incremento de las reservas internacionales en 2009 alcanzó a cerca de 44.000 millones de dólares, que equivalen a un aumento del 23% y representan más del 90% del aumento total observado en la región en el año, aunque esto no impidió una caída del tipo de cambio real del 26% entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009.

## V. Los desafíos que enfrenta América Latina más allá de la crisis

La recuperación que comenzó a observarse en la segunda mitad del 2009 permite esperar que América Latina vuelva a crecer en el 2010 a tasas similares a las del período anterior a la crisis. La CEPAL estima que la región crecerá un 4,3%<sup>12</sup> y se espera que el crecimiento sea mayor en América del Sur, dado el mayor tamaño relativo de los mercados internos en algunos países, notablemente en Brasil y en menor medida en Argentina y Colombia, y la mayor diversificación de los mercados de exportación y, en especial, la mayor participación de Asia en general y de China en particular entre los destinos de las ventas externas de varios países (Argentina, Brasil, Chile, Perú). En cambio, se espera un crecimiento más lento en economías más abiertas y con una cartera de socios comerciales menos diversificada y más concentrada en el comercio de manufacturas como es el caso de México y las economías centroamericanas.

En relación con otras variables macroeconómicas clave, cabe esperar que el mayor crecimiento y los mejores precios de los productos básicos que la región produce y exporta permitan un aumento en los ingresos públicos y, en la medida en que la evolución de la demanda del sector privado lo permita, una gradual disminución del consumo público a lo largo del año. De igual modo, a medi-

da que el crecimiento se consolide y se acerque al crecimiento potencial, podría tener lugar una aceleración inflacionaria moderada y, consecuentemente, algún endurecimiento de la política monetaria. Esto, sin embargo, pondrá a los bancos centrales frente a la renovada disyuntiva de priorizar la estabilidad del nivel de precios o limitar la apreciación de las monedas, en un contexto en el que es altamente probable que continúen las presiones a la baja derivadas del exceso de oferta de divisas derivado de la abundante liquidez de los mercados internacionales. Esta disyuntiva es de la mayor importancia para definir la manera en la que la región va a crecer más allá del corto plazo.

El crecimiento de la economía permitirá un aumento de la tasa de ocupación (y probablemente una mejora de la calidad del empleo), aunque es probable que esto sea acompañado por un incremento de la tasa de participación que compense parcialmente el impacto sobre la tasa de desempleo. Se espera que la tasa de desempleo disminuya hasta ubicarse a mitad de camino entre los niveles pre y pos crisis. Esto tendría, a su vez, un efecto positivo sobre los indicadores de pobreza.

Este escenario, sin embargo, está sujeto a algunos riesgos que provienen, sobre todo, del contexto externo. Resta saber si las economías desarrolladas podrán crecer con su propia dinámica a medida que se vayan retirando los cuantiosos estímulos derivados de las políticas

contracíclicas implementadas en Estados Unidos y Europa. Esto, sumado a los crecientes desequilibrios que muestran las cuentas públicas y al elevado endeudamiento de algunas economías (en especial en Europa) y al aún volátil mercado financiero internacional, plantea algunos interrogantes sobre la fortaleza de la recuperación.

Los países desarrollados se enfrentan con el desafío de incrementar el crédito al sector privado para acelerar la recuperación, en un momento en el que se espera un fuerte aumento de la demanda de financiamiento por parte de los sectores públicos. Esto plantea una tensión entre la necesidad de mantener los estímulos derivados de las políticas públicas, en la medida en que la demanda del sector privado demore en recuperarse, y la creciente dificultad que implica para el acceso al crédito de empresas y consumidores la necesidad de financiar los enormes déficit acumulados en algunos países. Todo esto en un contexto en el cual la oferta de crédito está restringida por la preferencia por la liquidez que viene caracterizando a los mercados financieros, en especial desde la profundización de la crisis. En sentido inverso, se plantea el riesgo de que la preocupación por cerrar las brechas fiscales prime sobre otros objetivos de política y esto conduzca a un retiro prematuro de los estímulos fiscales.

Más allá de la coyuntura, el reto que enfrentan las economías de América Latina es cómo transformar esta rápida recupera-

ción en una retomada del crecimiento sostenido, en un entorno menos favorable al crecimiento que el que nuestra región enfrentó entre 2003 y 2008<sup>13</sup>. En efecto, es probable que el escenario internacional que tenemos por delante se caracterice por un menor crecimiento del nivel de actividad y del comercio internacional y por un menor flujo de recursos financieros hacia las economías emergentes producto de una actitud más cautelosa luego de la crisis financiera, así como por posibles cambios regulatorios que limiten la toma de riesgo<sup>14</sup>.

Por un lado, cabe esperar un mayor protagonismo de los países en desarrollo, aunque en el marco de una desaceleración de los flujos comerciales y un estrechamiento del espacio disponible para que estos países puedan colocar sus productos en los mercados de las naciones desarrolladas. Esto puede aumentar el atractivo de estrategias de crecimiento más orientadas hacia los mercados internos, al menos en las economías de mayor tamaño relativo, pero pone de relieve al mismo tiempo los límites para una estrategia de este tipo que pueden derivarse de distribuciones del ingreso tan inequitativas como las que caracterizan a los países de América Latina.

Al mismo tiempo, la necesidad de continuar insertos en la economía mundial enfrenta a la región con el desafío de redefinir sus patrones de especialización productiva y

comercial, incentivando por un lado la innovación, la incorporación de conocimiento y la diversificación de productos y, por otro, la búsqueda de una estructura de mercados de destino altamente diversificada y con una alta participación de los mercados asiáticos. Desde una perspectiva macroeconómica, se destaca la importancia que tiene en este sentido la definición de una política cambiaria que contribuya a mantener un tipo de cambio real tan alto y estable como sea posible sin alterar otros equilibrios, tema al que se hará referencia más adelante.

Se trata, en definitiva, del renovado desafío de crecer de manera sostenida a una tasa que permita una adecuada atención de las necesidades sociales y, al mismo tiempo, distribuir de manera más equitativa los frutos de ese crecimiento. Dar una respuesta exhaustiva a estos interrogantes es una tarea demasiado ambiciosa para este espacio, por lo que solo se intentará realizar algunas puntualizaciones sobre el aporte que la política macroeconómica puede hacer a fin de fortalecer un vínculo entre crecimiento económico y equidad distributiva.

La política macroeconómica incide sobre el crecimiento y la distribución a través del modo en que combina el manejo de las variables que están (o podrían estar) bajo el control de las autoridades económicas, como la cantidad y el tipo de impuestos que se recaudan, el nivel y la composición del gasto público, las tasas de interés o el tipo de cambio<sup>15</sup>.

En relación con los impuestos, la realidad de América Latina es que la mayoría de los países recauda poco y además recauda mal<sup>16</sup>. Los países de la región necesitan no solo el desafío de incrementar la cantidad de recursos que se recauden sino también mejorar su incidencia sobre la distribución del ingreso aumentando la carga sobre los sectores más favorecidos. Pero además se espera que la estructura del gasto financiado con esos recursos pueda contribuir a la construcción de sociedades más cohesionadas, aumentando así la legitimidad de las políticas públicas y, por tanto, del pago de impuestos destinados a financiarlas. Pero, además, las demandas de más gasto público no se circunscriben al área social sino que pueden incluir otras áreas que, como la inversión pública o las políticas de fomento productivo, tienen una incidencia importante sobre la competitividad y sobre la definición del perfil productivo.

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para que la región pueda crecer más y repartir mejor, pero debe entenderse a la estabilización de manera amplia como un objetivo que vaya más allá de asegurar una inflación baja y estable y contemple, asimismo, la necesidad de reducir la inestabilidad real. Una importante lección emergente de esta crisis es la relevancia de que el diseño de la política macroeconómica contemple la necesidad de enfrentar las fluctuaciones asociadas a los ciclos económicos, evitando una

excesiva variabilidad del nivel y de la calidad de los servicios que presta el Estado, así como de variables clave tales como el tipo de cambio real y la tasa de interés. La posibilidad inédita en la historia de América Latina de poder llevar adelante estrategias de compensación de los efectos de la crisis realza la importancia de contar con la capacidad para implementar una administración macroeconómica contracíclica. Se trata, por otra parte, de un instrumento particularmente relevante para los grupos de menores recursos, cuya capacidad de gasto está restringida por su baja capacidad de ahorro y su limitado acceso al mercado financiero<sup>17</sup>.

Por otro lado, aunque apuntar a una inflación baja y estable debe ser un objetivo prioritario de la política macroeconómica, no debe soslayarse el hecho de que la elección del régimen monetario y cambiario determina una variable tan importante como es el tipo de cambio, cuya incidencia sobre las decisiones de producción, inversión, demanda y financiamiento justifica que no sea tratado como una variable “residual” para la política económica<sup>18</sup>. Esto es especialmente relevante cuando, como se señaló anteriormente, la región se enfrenta a la necesidad de redefinir su perfil productivo.

La necesidad de hacer frente a la crisis más aguda de la que se tenga registro desde la “Gran Depresión”, colocó a los países de la región frente a la necesidad de impulsar medidas de diverso tipo a fin de amortiguar los

efectos negativos sobre la actividad económica y la situación social. Esto ha revalorizado el rol del Estado y de las políticas activas pero desnudó, al mismo tiempo, las enormes diferencias existentes entre los países de la región en relación con la capacidad para llevar adelante estas políticas.

Más allá de la crisis, la necesidad de definir estrategias que permitan retomar un sendero de crecimiento sostenido plantea nuevos y más complejos desafíos. Para poder afrontarlos con éxito los países de América Latina deben impulsar una ampliación del espacio de las políticas públicas, habilitando los instrumentos que permitan enfrentar adecuadamente los objetivos planteados, garantizando la disponibilidad de los recursos que requiera el financiamiento de las iniciativas a poner en práctica y fortaleciendo a las instituciones que deben implementarlas.

## Referencias bibliográficas

- Aghion, P., P. Bacchetta, R. Ranciere y K. Rogoff (2006): "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development", NBER Working Paper n° 12117.
- Baldacci, E., S. Gupta y C. Mulas-Granados (2009): "How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?", IMF Working Paper, n° WP/09/160, Fondo Monetario Internacional (FMI), Washington, D.C., julio.
- Barbosa-Filho, N. H. (2006): "Inflation Targeting in Brazil: Is There An Alternative?", Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, septiembre.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009a): *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2009*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2009b): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2008-2009*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2009c): *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2008*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2009d): *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 diciembre de 2009*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Cetrángolo, O. y Juan Carlos Gómez Sabaini (2007): "La tributación directa en América Latina y los desafíos de la imposición sobre la renta", serie *Macroeconomía del desarrollo*, n° 60, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Eichengreen, B. (2008): "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Commission on Growth and Development, *Working Paper* n°4.
- Frenkel, R. (2009): "An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment", mimeo.
- Jiménez, J. y Fernando Lorenzo (2010): "Los cambios en el FMI y el impacto en su relación con los países de América Latina", *Pensamiento Iberoamericano*, n° 6, julio.
- Kacef, O. y Rafael López-Monti (2010): "América Latina del Auge a la Crisis: Desafíos de Política Macroeconómica", *Revista CEPAL*, n° 100 (LC/G.2400-P), abril, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Krusell, P. y A. Smith (2002): "Revisiting the Welfare Effects of Eliminating Business cycles", Rochester University, working paper, noviembre.
- Lopes, F. (2008): "A dimensao da crise", en E. Bacha e I. Goldfajn (orgs.), *Como reagir a crise? Políticas económicas para o Brasil*, Instituto de Estudos de Política Económica (IEPE)/CdG, Rio de Janeiro.
- Machinea, J. L. (2009): "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista CEPAL*, n° 97 (LC/G.2400-P), abril, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Rodrik, D. (2007): "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence", Working paper, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Rogoff, K. (2009): "The 'New Normal' for Growth, Project Syndicate", en línea: (<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff56/> English).

## Notas

- 1 Sobre el análisis de la crisis internacional con una mirada latinoamericana, véase Machinea (2009) y Lopes (2008).
- 2 En CEPAL (2009a) se estima una caída del 1,8%.
- 3 Para estimar estos efectos, en CEPAL (2009b) se aplicaron dos metodologías diferentes. La primera se centró en la estimación de la reversión que pudieron haber sufrido las exportaciones de los países latinoamericanos como consecuencia de las variaciones de la demanda mundial. En este ejercicio se utilizó la desviación de la serie de exportaciones desestacionalizada respecto de su tendencia de largo plazo, calculada sobre la base del filtro de Hodrick-Prescott. Se definió como reversión del comercio a toda disminución de las exportaciones superior a una desviación estándar y media. La segunda metodología se aplicó a la identificación de los episodios en los que disminuyen marcadamente los flujos de capital. Dicha serie se obtuvo a partir de la diferencia desestacionalizada entre la acumulación de reservas y la balanza básica (cuenta corriente + inversión extranjera directa). Un episodio de reversión súbita del flujo de capitales se define como aquella situación en la que alguna observación de la serie analizada resulta menor al promedio de todo el período en más de una desviación estándar y media.
- 4 Esto afecta principalmente a América del Sur y en especial a los productores de petróleo e hidrocarburos y metales y, en menor medida, a los países especializados en la producción de alimentos. En cambio, para Centroamérica, que importa este tipo de bienes, se espera una mejora que, sin embargo, compensa solo parcialmente el deterioro de años anteriores.
- 5 Véase CEPAL (2009c).
- 6 Este factor contribuye a explicar la debilidad relativa mostrada por la economía chilena

entre finales del 2008 y el tercer trimestre del 2009 a pesar de los sólidos fundamentos macroeconómicos que la caracterizan y de la activa intervención del Estado a través de políticas contracíclicas. La importancia del crédito como proporción del PIB explica el mayor efecto sobre el nivel de actividad de la economía chilena, en comparación con lo ocurrido en el resto de la región.

- 7 Véase Baldacci y otros (2009).
- 8 En CEPAL (2009d) puede encontrarse una exhaustiva recopilación de las medidas implementadas en la región en respuesta a la crisis.
- 9 Se destaca en este sentido la estrategia seguida en Brasil, donde el impacto de la rebaja impositiva alcanzó al 0,8% del PIB, de acuerdo con estimaciones oficiales.
- 10 En el caso de Venezuela, la fuerte caída de los ingresos fiscales obligó a tomar medidas para contener el gasto público, dando así un sesgo pro cíclico a la política fiscal. En Bolivia también se observó una disminución del gasto y una fuerte contracción de los ingresos del sector público, pero en el marco de un crecimiento relativamente vigoroso de la economía.
- 11 La excepción notable ha sido la de México, cuyo tipo de cambio permanece en niveles reales que son alrededor de 20% más altos que los niveles anteriores a septiembre del 2008, momento de agudización de la crisis internacional.
- 12 Véase CEPAL (2009a).
- 13 Véase Rogoff (2009).
- 14 La crisis financiera global ha puesto de manifiesto la necesidad de reformas a la arquitectura financiera internacional y, en particular, a los sistemas regulatorios y de supervisión a fin de garantizar una mayor estabilidad financiera global. Aunque es evidente que el impulso reformador se va debilitando a medida que la recuperación de la economía global se consolida, cabría esperar que se vaya conformando un nuevo modelo de banca, más transparente, con menores incentivos a la toma de riesgo, así como menores niveles de apalancamiento, lo

que implicará una reducción en los flujos financieros internacionales y en consecuencia una parcial reversión del proceso de integración financiera que se había venido observando hasta la crisis. Esto realza la importancia del rol que pueden cumplir los organismos financieros multilaterales, tema que se analiza en Jiménez y Lorenzo (2010).

- <sup>15</sup> Estos temas son desarrollados más extensamente en Kacef y López-Monti (2010).
- <sup>16</sup> Véase sobre este punto Cetrángolo y Gómez Sabaini (2007).
- <sup>17</sup> Véase Krusell y Smith (2002).
- <sup>18</sup> Sobre la importancia del instrumento cambiario para economías emergentes puede verse Eichengreen (2008), Rodrik (2007) o, desde una perspectiva latinoamericana, Barbosa (2006) o Frenkel (2009). Aghion y otros (2006) demuestran que en economías que, como las latinoamericanas, tienen sistemas financieros escasamente desarrollados, la volatilidad cambiaria afecta negativamente el crecimiento.

## El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe

### Resumen:

En este artículo se ilustra la expansión de China, y de las economías emergentes de Asia, y se analizan las oportunidades y los desafíos que ésta presenta para América Latina y el Caribe, en particular en los ámbitos del comercio internacional y de la inversión extranjera directa. Bajo el liderazgo de China e India, Asia emergente logró mantener altas tasas de crecimiento aun en medio de la crisis financiera global y ha aumentado su participación en el comercio mundial y en la producción industrial global. Este dinamismo ofreció una gran oportunidad para los países de América Latina y el Caribe, que en la última década incrementaron sus exportaciones de productos básicos, especialmente a China. Por otro lado, la creciente competitividad exportadora de China en manufacturas es un desafío directo (en mercados regionales) e indirecto (en terceros mercados) para los empresarios latinoamericanos, en particular en México y América Central. Para un mayor aprovechamiento del vínculo con Asia emergente, se sugiere que los países latinoamericanos procuren incorporarse a las cadenas de valores que se están formando en torno a China y busquen una estrategia coordinada para atraer mayores inversiones. El momento es propicio para definir de manera concertada las prioridades regionales en las relaciones con los países asiáticos, y proponerles una asociación estratégica de beneficio mutuo.

### *Palabras clave:*

China, economías emergentes de Asia, comercio internacional, inversión extranjera directa

### Abstract:

This article reviews the expansion of China and of Asia's emerging economies and analyzes the opportunities and threats that it presents for Latin American and Caribbean countries, with a

particular focus on international trade and foreign direct investment. Under China and India's leadership, emerging Asia managed to keep high growth rates even during the recent global financial crisis, and has constantly increased its participation in international trade and global industrial production. Such dynamism offered a great opportunity to Latin American and Caribbean countries, which in the past decade have increased their exports of primary products, especially to China. On the other hand, China's increasing export competitiveness in manufacturing is a direct (in regional markets) and indirect (in third markets) challenge for Latin American producers, especially in Mexico and Central America. In order to better take advantage of the link with emerging Asia, it is suggested that Latin American countries strive to insert in the value chains that are being built around China, and look for a coordinated strategy to attract foreign investment. The moment looks appropriate to commonly define regional priorities in the relationship with Asian countries, and to offer them a mutually beneficial strategic association.

*Key words:*

China, Asia's emerging economies, international trade, foreign direct investment

## El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe

### I. Introducción

En las últimas décadas, China y el resto de Asia emergente han sido la región más dinámica en el mundo. Por su dinamismo en términos de crecimiento económico, comercio internacional, Inversión Extranjera Directa (IED), innovación tecnológica y fuente de financiamiento internacional, Asia emergente se ha convertido en una región de gran interés para todos los actores económicos y financieros. China, como principal actor en la expansión de Asia emergente, ya es la segunda mayor economía del mundo después de los Estados Unidos en términos de paridad de poder de compra. Junto con India, han sido responsables de aproximadamente un tercio del crecimiento de la economía mundial en la década pasada. Asia emergente también ha expandido su papel en el comercio mun-

dial de bienes y servicios y ha adquirido un papel clave en las finanzas internacionales.

Este trabajo tiene un doble objetivo: primero, ilustrar el desarrollo acelerado de Asia emergente, incluso su marcada resistencia a la reciente crisis económica y financiera, y segundo, analizar las oportunidades y los desafíos que presenta esta tendencia para América Latina y el Caribe (ALC), sobre todo en los ámbitos del comercio internacional y de la inversión extranjera. Se define Asia emergente como la sumatoria de China, India, la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN-10) y otras tres economías de la región (la región administrativa especial de Hong Kong, la República de Corea y la provincia china de Taiwán)<sup>2</sup>.

La principal conclusión es que China se ha convertido en un mercado de gran atractivo para ALC, siendo ya el primer destino para las exportaciones de Brasil y Chile y el segundo para las de

Argentina, Costa Rica, Cuba y Perú. China y el resto de Asia emergente constituyen también uno de los principales proveedores para las importaciones de la región. En todo caso, vale la pena destacar que las exportaciones latinoamericanas a la región asiática, y a China en particular, se concentran en pocos países y en pocos productos de tipo recursos naturales<sup>3</sup>. Además, las inversiones de China y otros países de Asia emergente en ALC han sido modestas, mientras que la inversión “en la otra dirección” es casi inexistente. Al final se mencionarán algunas recomendaciones en torno a cómo ALC podría reforzar sus vínculos con la región asiática emergente.

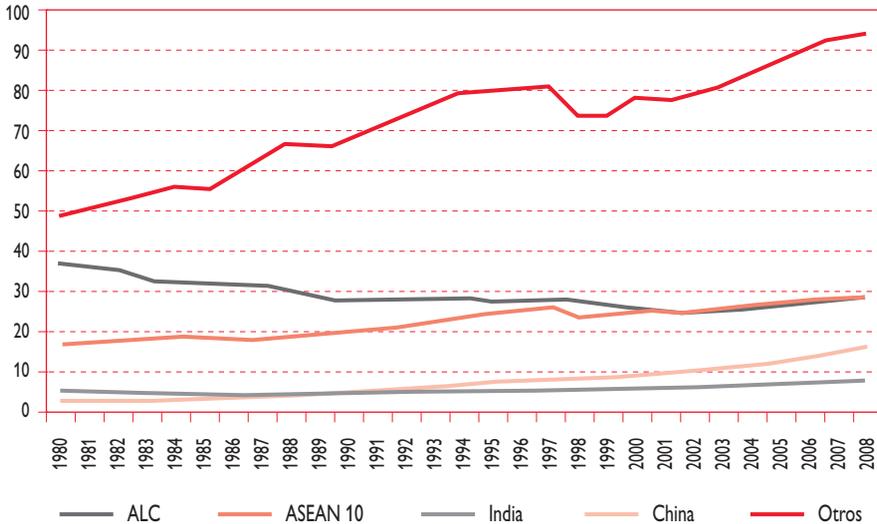
## II. El dinamismo de China y el resto de Asia emergente en el mundo

### Asia emergente reduce su brecha en ingreso per cápita comparado con la OCDE

Asia emergente es la región en desarrollo que ha logrado mantener la más alta tasa de crecimiento, consiguiendo de esta forma una cierta convergencia hacia los niveles de ingreso por habitante de los países industrializados de la OCDE (véase el gráfico 1). Las economías más avanzadas en esta tarea son la República

Gráfico 1

PIB per cápita (dólares PPP internacionales de 2005), 1980-2008.  
Países y zonas en desarrollo como porcentaje de OCDE (OECD = 100)



Notas: ASEAN 10 excluye Brunei y Birmania. Otros incluyen Hong Kong y República de Corea.

Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators y datos de Alan Heston, Robert Summers y Bettina Aten, Penn World Table Version 6.3 (Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, agosto 2009) para Camboya (1980-93) y Laos y Vietnam (1980-83).

de Corea, Hong Kong, Singapur, la provincia china de Taiwán, seguidos por ASEAN-10, China e India. ALC, por el contrario, después de un período de una cierta convergencia (en las décadas de los años sesenta y setenta), ha visto retroceder su ingreso per cápita, relativo al de la OCDE, desde los años ochenta hasta 2003, momento en que los mejores vientos de la economía internacional beneficiaron particularmente a América del Sur.

### Una participación creciente en las principales variables económicas mundiales

Un reflejo de su dinamismo es el creciente peso de China y el resto de Asia emergente como actores globales en la economía mundial, el comercio global y las finanzas internacionales.

De esta forma, el polo de crecimiento del producto y el comercio mundial se está desplazando del Atlántico al Pacífico. En 2009, China se convirtió en la segunda economía más grande después de los Estados Unidos, en paridad de poder adquisitivo, y la tercera detrás de éste y el Japón, medido en dólares corrientes<sup>4</sup>. Muchos otros indicadores también ilustran el gran peso que ha adquirido la economía china en la primera década de este siglo.

Asia emergente aumentó su peso en las principales variables económicas entre 2000 y 2008, bajo el liderazgo de China. Este país explicó casi el 30% del aumento del PIB mundial y el 40% del incremento del consumo global de petróleo y el mismo porcentaje de las reservas mundiales. Hoy, China es el principal consumidor mundial de aluminio, cobre, estaño,

Cuadro 1

Asia emergente: participación en las principales variables mundiales, 1990 y 2008 (porcentajes)

|                  | China |      | India |      | ASEAN-10 |      | Otros |      | Total |      |
|------------------|-------|------|-------|------|----------|------|-------|------|-------|------|
|                  | 1990  | 2008 | 1990  | 2008 | 1990     | 2008 | 1990  | 2008 | 1990  | 2008 |
| PIB ppa          | 4     | 11   | 3     | 5    | 3        | 4    | 2     | 3    | 12    | 23   |
| Comercio (X & M) | 2     | 8    | 1     | 1    | 4        | 5    | 4     | 5    | 10    | 19   |
| IED              | 2     | 6    | 0     | 2    | 6        | 4    | 3     | 4    | 12    | 20   |
| Reservas         | 3     | 28   | 0     | 4    | 6        | 7    | 12    | 10   | 25    | 51   |
| Consumo petróleo | 4     | 10   | 2     | 3    | 3        | 5    | 3     | 4    | 13    | 23   |

**Nota:** Los otros incluyen a Hong Kong y la República de Corea.

**Fuentes:** Datos de 2008: International Trade Statistics 2009 (OMC), para Hong Kong y Singapur se utilizan solo exportaciones domésticas e importaciones retenidas. China no incluye Macao. 1990: son datos COMTRADE; Hong Kong son exportaciones más importaciones menos re-exportaciones; Base de datos; Banco Mundial, "World Development Indicators" [base de datos en línea] <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>; Economist Intelligence Unit y British Petroleum.

soja y zinc y el segundo consumidor de azúcar y petróleo. En 2009 acumulaba un 29% del total de reservas mundiales y es el principal dueño de bonos del Tesoro de los Estados Unidos. India y el resto de Asia emergente también aumentaron su participación en los principales agregados mundiales, aunque con participaciones menores que China (véase el cuadro 1).

China e India serán dos de las tres mayores economías del mundo en 2050. Las proyecciones de Goldman Sachs (2007), que en 2001 dieron origen al concepto de países BRIC (Brasil, Federación de Rusia, India y China), muestran que la economía de China sobrepasará en tamaño a la de los Estados Unidos en 2027 y que en 2050 la aventajará en un 84%. La economía de India tendrá el tamaño de la estadounidense en 2050. En conjunto, los BRIC serán mayores que el actual Grupo de los Siete (G-7) al inicio de la década de 2030. Las siete principales economías en 2050 serán: Brasil, China, Estados Unidos, Federación de Rusia, India, Indonesia y México. En otras palabras, Japón y varios países europeos dejarán de formar parte del G-7.

### La “fábrica Asia” y el peso creciente de China como socio comercial

China y el resto de Asia emergente también están aumentando muy rápidamente su participación en el comercio mundial y concentran una creciente parte de la producción industrial global. En el primer semestre de 2009, China se con-

virtió en el principal exportador mundial, por encima de Alemania. Además, Asia emergente en su conjunto representa aproximadamente una quinta parte del comercio mundial. China forma el centro de la llamada “fábrica Asia”, una compleja red de cadenas regionales de suministro por parte de empresas transnacionales, en las que China ejerce un papel fundamental, tanto en términos de origen como de destino. China, Japón, República de Corea y los países de la ASEAN constituyen uno de los más importantes focos de comercio intraindustrial (intercambio de bienes en doble sentido que se realiza dentro de las clasificaciones industriales estándar) a nivel mundial. La construcción de dichas cadenas fue el resultado de la liberalización unilateral del comercio de partes y componentes junto con la abundante disponibilidad de mano de obra barata, de los flujos de inversión extranjera directa (IED) y el clima de inversión favorable, elementos principales del comercio intrarregional de Asia y el Pacífico. El incremento del comercio intra-asiático es causa, y a la vez consecuencia, del creciente grado de complementariedad comercial de los países, lo que se manifiesta en elevados índices de comercio intraindustrial (CEPAL, 2007).

Asia se caracteriza por un proceso de integración regional de facto (encabezado por el mercado) que va acompañado de una integración de iure (promovida por los gobiernos) en forma de tratados de libre comercio de distinta índole. Los miembros de la ASEAN buscan crear un

mercado único antes de 2015, que considere una eliminación de barreras para la circulación de bienes, servicios e inversiones y flujos más libres de empleo y capital. La ASEAN firmó un acuerdo

económico con Australia y Nueva Zelanda (vigente desde enero de 2010), un acuerdo de inversión con la República de Corea y un acuerdo de libre comercio con China que entró en

### Cuadro 2

China: lugar ocupado en el ranking de los socios comerciales, 2000 y 2008

|                             | Exportaciones |      | Importaciones |      |
|-----------------------------|---------------|------|---------------|------|
|                             | 2000          | 2008 | 2000          | 2008 |
| <b>Economías avanzadas</b>  | 8             | 3    | 4             | 1    |
| Estados Unidos              | 10            | 3    | 4             | 1    |
| Unión Europea               | 22            | 15   | 10            | 4    |
| Alemania                    | 15            | 11   | 10            | 4    |
| España                      | 31            | 17   | 9             | 5    |
| Francia                     | 14            | 10   | 11            | 9    |
| Japón                       | 3             | 2    | 2             | 1    |
| <b>Economías emergentes</b> | 11            | 4    | 9             | 2    |
| África del Sur              | 18            | 5    | 8             | 3    |
| Ghana                       | 20            | 11   | 10            | 2    |
| Zambia                      | 47            | 4    | 10            | 3    |
| América Latina y el Caribe  | 16            | 2    | 9             | 2    |
| Argentina                   | 6             | 2    | 4             | 3    |
| Brasil                      | 12            | 1    | 11            | 2    |
| Chile                       | 5             | 1    | 4             | 2    |
| Colombia                    | 35            | 4    | 15            | 2    |
| Perú                        | 4             | 2    | 13            | 2    |
| Venezuela                   | 37            | 3    | 18            | 3    |
| Costa Rica                  | 26            | 2    | 16            | 3    |
| México                      | 25            | 5    | 6             | 3    |
| Cuba                        | 5             | 2    | 5             | 2    |
| Uruguay                     | 4             | 5    | 7             | 4    |
| Bolivia                     | 18            | 10   | 7             | 6    |
| Ecuador                     | 20            | 17   | 12            | 4    |
| Asia en desarrollo          | 9             | 6    | 7             | 4    |

**Nota:** En la elaboración del ranking, la posición de China es relativa solamente a otros países, no a regiones. En el caso de los países de la Unión Europea, el comercio con otros países miembros se contabiliza de manera individual en el ranking.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base del Fondo Monetario Internacional (FMI), Direction of Trade Statistics (DOTS) [en línea].

vigor en enero de 2010<sup>5</sup>. Algunos países de fuera de Asia, como los Estados Unidos y los de la Unión Europea, también buscan un acercamiento a la ASEAN o a algunos de sus miembros.

El rápido aumento de la importancia de China como socio comercial es un hecho inédito. En la última década, el país ha asumido una posición dominante en el comercio mundial, convirtiéndose en uno de los principales socios comerciales para gran parte del mundo, incluidas las economías latinoamericanas (véase el cuadro 2). Los avances que China ha logrado en el transcurso de esta década son formidables, tanto como destino de las exportaciones de otras economías como en calidad de proveedor de importaciones a ellas. En el año 2000, China era el décimo mercado de exportación para los Estados Unidos y el número 22 para la Unión Europea. En 2008, ya era el tercer mercado para los productos estadounidenses y el décimoquinto para la Unión Europea. Saltos parecidos se observan para las economías africanas, pero el cambio más significativo ocurre con las economías latinoamericanas, donde ya ocupa el segundo lugar como mercado de exportaciones y proveedor de importaciones.

Asia emergente, y particularmente China e India, destacan también en el comercio mundial de servicios comerciales. Cuando se compara la evolución de largo plazo de las exportaciones e importaciones de servicios de ALC con Asia emergente queda en evidencia el rezago del primer grupo. A comienzos de la

década de 1980, el intercambio comercial de servicios era mayor en la ALC que en China, India y República de Corea, y aproximadamente de la misma magnitud que el registrado en los países de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN). Casi tres décadas después, en 2008, los países de la ASEAN, China e India superaron a ALC en las exportaciones de servicios, con una diferencia mucho más amplia en el caso de las exportaciones de “otros servicios” (que corresponden a los servicios más dinámicos y más ligados a las especificidades del actual ritmo de cambio tecnológico, es decir, se trata del total de las exportaciones de servicios, excluidos transporte y viajes). Asia emergente, especialmente China e India, ha sido particularmente mucho más dinámica que ALC en el comercio global de los “otros servicios”. De hecho, la participación de “otros servicios” en las exportaciones latinoamericanas totales es menor que en Asia emergente y en el total del mundo.

### **Asia emergente surge reforzada de la crisis internacional**

Junto con India, China es una de las pocas economías de mayor tamaño que sigue creciendo. De acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial, las economías de China e India habrían contribuido con 0,9 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, al crecimiento global previsto para 2009, lo que representa más de tres cuartos del crecimiento positivo

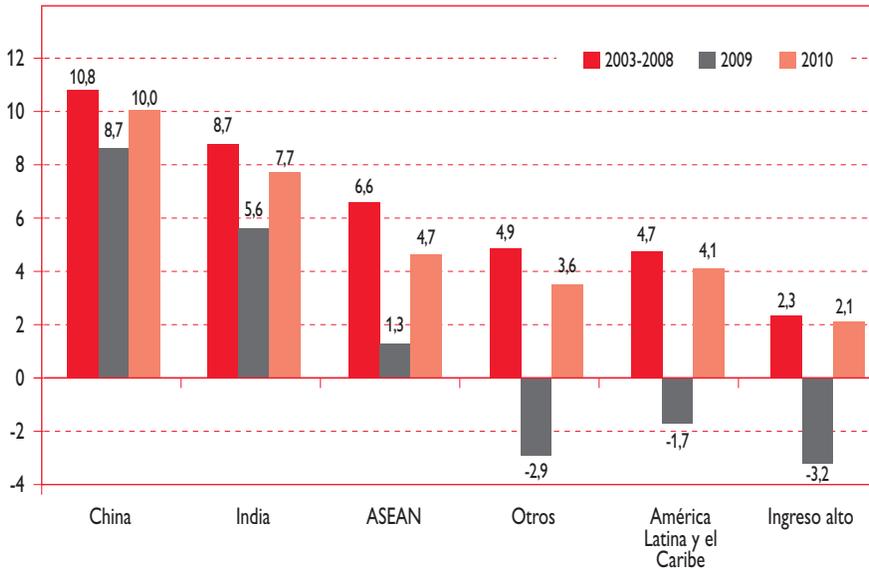
en el año<sup>6</sup>. El dinamismo previsto para el bienio 2010-2011, con China creciendo al 10% e India al 8%, debiera inducir a los países en desarrollo, incluyendo a ALC, a reforzar sus vínculos con estas economías (véase el gráfico 2).

Las economías de China e India son las que mejor resistieron el impacto de la crisis financiera global. En parte, este menor impacto proviene del hecho de que el sistema financiero local está menos expuesto a turbulencias externas por su menor apertura y por los controles a

la movilidad internacional de capital. Además, un gran paquete de estímulos fiscales y monetarios, financiado principalmente con ahorros públicos, está logrando revertir la tendencia a la baja de la producción industrial, las ventas al por menor y la inversión fija, al tiempo que suaviza la desaceleración generalizada de la economía. América Latina y el Caribe registraron una caída del PIB de 1,7% en 2009, tras seis años de crecimiento económico. El impacto de la crisis internacional se sintió con mucha

Gráfico 2

Países y regiones seleccionados: tasas de crecimiento anuales del PIB (en porcentaje)



Nota: 2009 y 2010 son proyecciones.

Fuente: FMI, World Economic Outlook Update, enero 2010 y World Economic Outlook Database, octubre 2009; y CEPAL (2009), Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe.

intensidad a fines de 2008 y comienzos de 2009, y afectó, si bien de distinta manera, a todos los países de la región, aun cuando en el segundo trimestre comenzó una recuperación que tendió a generalizarse en la segunda mitad del año.

China surge de la crisis como un actor fundamental en los mercados financieros internacionales. Hacia finales de 2009, el país acumulaba un 29% del total de reservas mundiales y emergía como el acreedor de Estados Unidos, medido como posesión de bonos del Tesoro. Desde septiembre de 2008, China ha aumentado de forma significativa sus compras de bonos estadounidenses, privilegiando esta vez los de corto plazo.

La crisis económica y financiera aumenta la importancia de los principales países emergentes en la gobernabilidad de la economía mundial. En crisis anteriores, el manejo del sistema financiero internacional era de responsabilidad exclusiva de los países del G-7 (Grupo de los Siete). Sin embargo, la toma de decisiones en la crisis actual tiende a desplazarse a un grupo ampliado, llamado Grupo de los Veinte (G-20), que incluye a los principales países avanzados y emergentes. Este grupo es la expresión formal de un mundo nuevo, aún en gestación pero cuya relevancia irá en aumento, toda vez que la vieja institucionalidad siga sin poder abordar urgencias tales como las correcciones regulatorias al sistema financiero y la propia reforma del sistema financiero internacional, amén de

empezar a incorporar los desafíos del cambio climático en las estrategias de competitividad, innovación y negociaciones comerciales.

El ascenso de China y otras economías emergentes asiáticas hace que sea necesario revisar las relaciones centro-periferia. La experiencia de China y otras economías asiáticas en las últimas tres décadas muestra que la convergencia con los niveles de ingreso de las economías centrales es posible. En varios sectores, estas economías periféricas se acercan a la frontera tecnológica y ocupan un lugar relevante como exportadoras de manufacturas, servicios o determinadas tecnologías. Al mismo tiempo, estos países son los principales tenedores de reservas internacionales y proveedores del ahorro mundial. Es necesario reconocer que la periferia en realidad tiene dos grupos: uno tradicional y exportador de materias primas con escaso valor agregado, y otro innovador, capaz de competir con éxito en las ligas globales de la economía del conocimiento. El paso siguiente sería considerar la posibilidad de que las relaciones intraperiféricas también sean marginadoras para las economías de la periferia que aún mantienen exportaciones de recursos naturales con baja elaboración (Rosales, 2009). Esta inquietud es cada vez más relevante, considerando que el comercio Sur-Sur se va convirtiendo en motor de la economía mundial y que ALC estrechan cada vez más sus relaciones económicas y comerciales con China.

### III. Las relaciones entre América Latina y el Caribe y Asia emergente

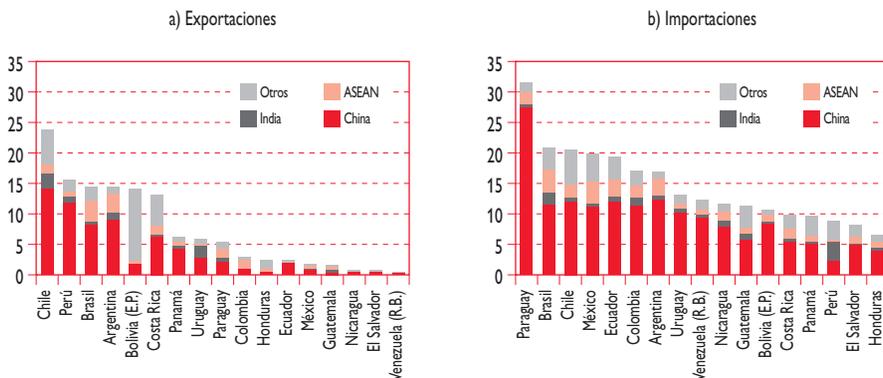
#### El peso de Asia emergente en el comercio latinoamericano y viceversa

El gran dinamismo de China y el resto de Asia emergente ha significado una gran oportunidad para el comercio de muchos países de ALC. De hecho, Asia emergente se convirtió en un socio comercial importante para ALC, aunque con diferencias marcadas entre los países de la región. Sin embargo, el comercio entre ambas regiones es asimétrico con respecto al grado de elaboración de los productos transados: mientras América Latina exporta materias

primas a Asia emergente, el comercio en la otra dirección consiste principalmente en bienes con mayor valor agregado y tecnología incorporada. Las exportaciones de la región a Asia emergente se concentran en cinco países (Argentina, Brasil, Chile, México y Perú) que representan más del 90% del total de esas exportaciones. En 2008, China se convirtió en el principal mercado de destino para Brasil y Chile y el segundo para Argentina, Costa Rica, Cuba y Perú. Para otros cuatro países, China es uno de los cinco principales socios. Las exportaciones regionales a China se concentran en América del Sur, mientras que el peso de Centroamérica y México es relativamente reducido (véase el gráfico 3).

Gráfico 3

Asia emergente: participación en las exportaciones e importaciones totales de América Latina y el Caribe, 2008 (porcentajes)



**Nota:** Los datos para 2008 de Honduras y Nicaragua corresponden a 2007; lo mismo para las importaciones de Perú. Los "otros" corresponden a Hong Kong y República de Corea.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, Base de datos estadísticos sobre el comercio de mercancías (COMTRADE).

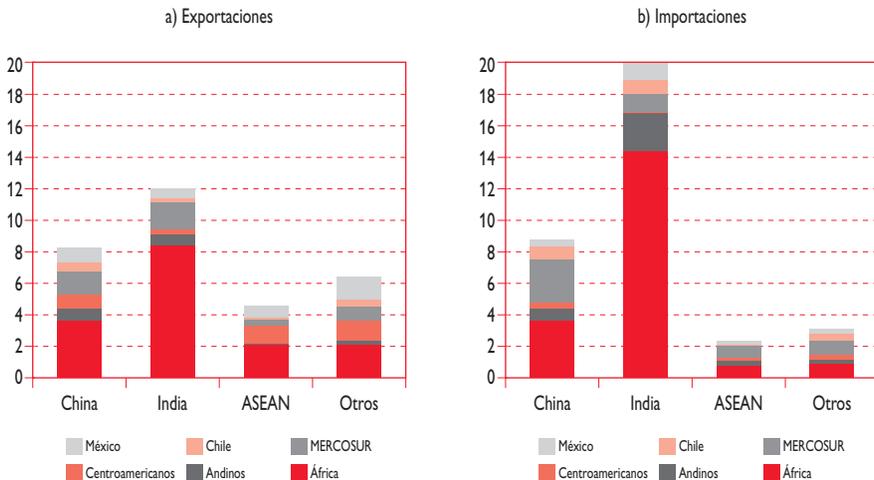
Para estos países, con excepción de Costa Rica, China sigue siendo un mercado poco explotado. Dentro del resto de Asia emergente, Hong Kong y República de Corea son también mercados de destinos con algún peso para las exportaciones de Bolivia, Chile y Costa Rica.

El peso de Asia emergente en las importaciones de ALC es mucho mayor que en las exportaciones, lo que ha generado un creciente déficit con esta región. La concentración de las importaciones regionales desde Asia y el Pacífico es aún mayor que la de sus exporta-

ciones: México y Brasil representan casi el 70% del total. El papel de Chile y Perú en las importaciones desde Asia y el Pacífico es mucho menor que en las exportaciones a esa región. En el 2008, China fue el primer o el segundo socio comercial de cinco países y uno de los cinco principales socios de 23 países. Con respecto a la región de Asia y el Pacífico en su conjunto, China desplazó a Japón como principal socio comercial, a pesar de una leve recuperación de este país en los últimos años con respecto a las exportaciones.

Gráfico 4

América Latina y el Caribe y África: participación en las exportaciones e importaciones totales de Asia emergente, 2008 (porcentajes)



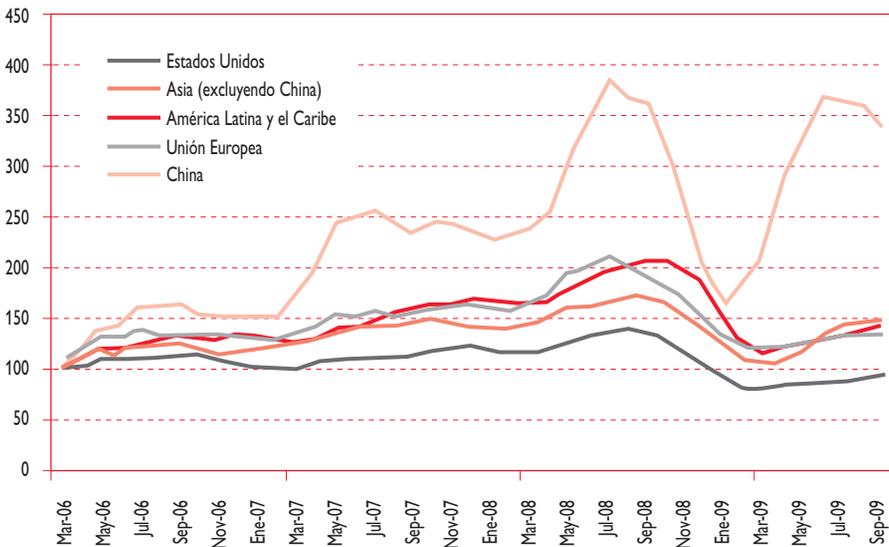
**Nota:** En el caso del ASEAN, los datos para Vietnam corresponden a 2007; los datos de Brunei corresponden a 2006. ASEAN excluye Camboya y Birmania.  
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, Base de datos estadísticos sobre el comercio de mercancías (COMTRADE).

No obstante, ALC no es un gran interlocutor comercial para Asia emergente (véase el gráfico 4). Por ejemplo, sólo el 5% de las exportaciones y las importaciones totales de China se dirigieron a ALC, que es una proporción similar a la que muestra África. En el caso de India, las participaciones latinoamericanas son aún menores y menos de la mitad de los valores que ostenta África. Con respecto al comercio de ASEAN, Hong Kong y República de Corea, las participaciones latinoamericanas son aún más reducidas.

El dinamismo económico de Asia emergente, particularmente el de China, ha salido al rescate de las exportaciones de ALC en 2009 (véase el gráfico 5). Las cifras de los tres primeros trimestres de 2009 indican que son precisamente las importaciones de algunos productos básicos realizadas por China las que estarían apuntalando las exportaciones de la región a ese país, cuya demanda de elevados volúmenes de materias primas se mantiene. Este fenómeno ha beneficiado sobre todo a varios países de América del Sur que son exportadores netos

Gráfico 5

América Latina y el Caribe: evolución mensual del índice del valor de las exportaciones según principales destinos (Índice enero 2006 = 100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial.

de materias primas, por lo que la subregión ha vuelto a registrar un superávit en el comercio bilateral con China.

### **La composición del comercio entre ambas regiones por productos**

Las exportaciones latinoamericanas a Asia emergente corresponden en más del 90% a productos básicos (procesados). Esta proporción no ha registrado cambios significativos en las dos últimas décadas. Además de las ventajas comparativas de América Latina y el Caribe, este gran peso en términos de los productos básicos tiene que ver también con la estructura de protección de China y el resto de Asia emergente cuyas barreras tienden a aumentar con el grado de procesamiento de los bienes importados<sup>7</sup>.

Existen varias ventajas del alto peso de dichos productos en la canasta exportadora de la región a Asia emergente. Primero, la demanda asiática de estos productos se ha mantenido desde 2003, como lo expresan el crecimiento de sus volúmenes exportados y los precios. A pesar de una caída temporal fuerte de volúmenes y precios de las exportaciones de productos básicos latinoamericanos a Asia emergente en el segundo semestre de 2008 hasta el inicio de 2009, ambas variables se recuperaron con cierta rapidez en el resto del 2009. Para los países exportadores netos de productos básicos, los crecientes precios mundiales de sus productos han contribuido a la

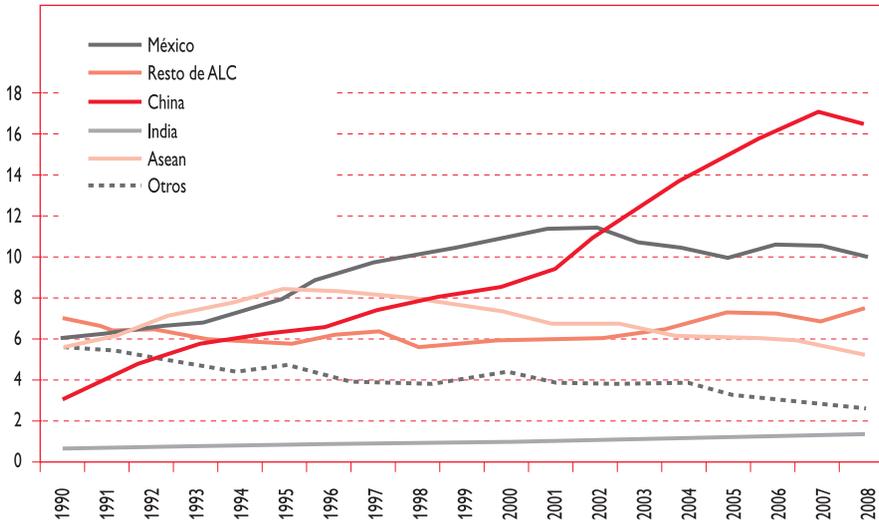
mejora en sus términos de intercambio, han elevado los ingresos privados y fiscales relacionados con la explotación y la exportación de dichos recursos. Dada las buenas perspectivas de crecimiento de Asia emergente para las próximas décadas, es probable que su demanda de recursos naturales se mantenga elevada.

No obstante los beneficios anteriores de corto plazo, existe también una preocupación porque el crecimiento de estos bienes con limitado valor agregado pueda causar un descuido de las oportunidades presentes en sectores de mayor tecnología y valor agregado; además, estos sectores se podrían ver adicionalmente perjudicados si la explosión de los ingresos por productos primarios generara una apreciación del tipo de cambio real causando la *"enfermedad holandesa"*. Ambas tendencias pueden acelerar la desindustrialización de ALC (OCDE, 2007; Jenkins y Dussell Peters, 2009).

Asia emergente exporta a ALC sobre todo manufacturas que van desde productos con uso intensivo de mano de obra hasta productos de los sectores automotriz y electrónico. Más del 90% de las importaciones que desde allí realiza América Latina son bienes manufacturados, y más del 85% de ellos son manufacturas no basadas en recursos naturales.

El rápido crecimiento de las exportaciones de China y el resto de Asia emergente en las últimas décadas ha causado sentimientos mixtos por parte de los empresarios de ALC. Por un lado, los productores están contentos por

**Gráfico 6**  
 Importaciones de Estados Unidos: participación de algunos países y zonas  
 (en porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Department of Commerce.

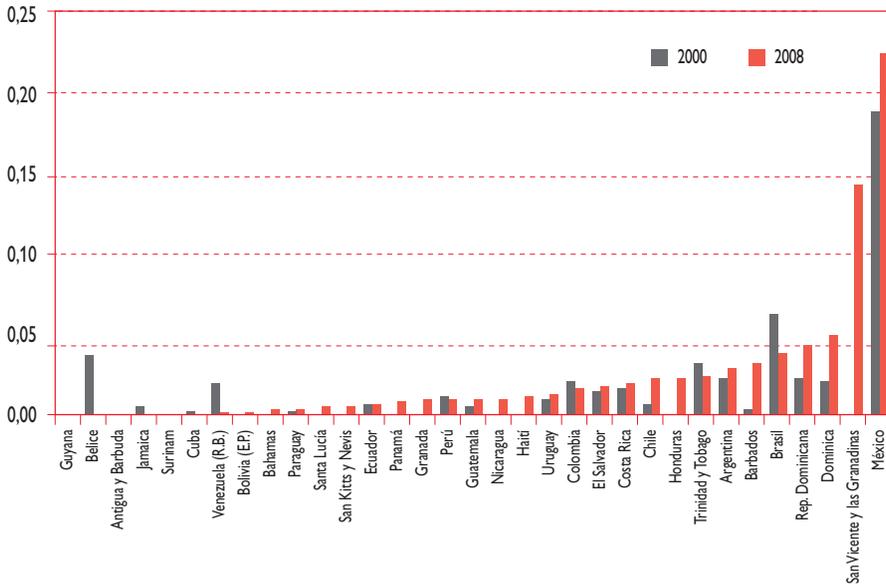
importar insumos a precios convenientes que mejoran su competitividad. Por otro lado, las empresas están preocupadas porque aumenta la competencia de manera directa (en sus propios mercados) e indirecta (en terceros mercados). La poca evidencia disponible sugiere que las empresas latinoamericanas sufren más de la competencia indirecta que de la directa. En los casos de Argentina y Brasil, Jenkins y Dussell Peters (2009) reportan que China ha desplazado a productores locales de manera significativa entre 2001 y 2006 sólo en algunas industrias, como por ejemplo bici y motocicle-

tas, televisores y radios y productos electrónicos básicos.

El impacto indirecto sobre las economías de ALC del dinamismo exportador asiático parece mayor en algunas industrias claves latinoamericanas, evidenciado por la pérdida de empleo y de inversiones. Por ejemplo, por su estructura productiva especializada en textiles y productos manufacturados intermedios en cadenas de valor, México y varios países de Centroamérica fueron muy afectados por la competencia china que se intensificó con su entrada en la Organización Mundial de

Gráfico 7

Asia emergente y América Latina y el Caribe: grado de comercio intraindustrial  
(índice de Grubel y Lloyd)



**Nota:** El análisis del comercio intraindustrial entre América Latina y la región de Asia-Pacífico se basa en la metodología ideada por Grubel y Lloyd para medir el nivel de las corrientes comerciales en el mismo sector entre países y regiones. El valor puede ir de 0 a 1. El coeficiente se acerca a 1 a medida que la proporción de comercio intraindustrial aumenta.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, Base de datos estadísticas sobre el comercio de mercancías (COMTRADE).

Comercio y el final del Acuerdo Multifibras y las cuotas para prendas de vestir el 1 de enero de 2005 (Dussell Peters, 2007). Estudios sectoriales sobre la industria electrónica y textil confirmaron la vulnerabilidad causada por la competencia con China en el mercado de los Estados Unidos. La cuota de México en las importaciones de los Estados Unidos ha ido bajando, mientras que la participación de China ha aumentado. En 2003, China superó por primera vez a México como

origen de las importaciones de Estados Unidos, y su ventaja se ha consolidado desde entonces (véase el gráfico 6).

Para México, la competencia con China amenaza un eslabón importante de su modelo de desarrollo. Se trata de las maquiladoras, que son plantas especializadas en el ensamblaje de productos manufacturados con mano de obra poco calificada. Este tipo de manufactura es semejante al de China, que por lo general tiene menores costos. Es probable que la competencia

de China cause un cambio en la estructura productiva y exportadora de México, similar a lo que pasó en otros países asiáticos como República de Corea y Singapur, que tuvieron que reducir su dependencia de bienes manufacturados fabricados con mano de obra barata.

Una limitante importante del comercio birregional y de inversión mutua sigue siendo el bajo nivel del comercio intraindustrial, que es el tipo de comercio que más aporta a la creación de valor agregado y a la generación de nuevos conocimientos. La gran diferencia en la composición por productos de los flujos cruzados entre ambas regiones hace que el comercio bilateral sea de carácter interindustrial, ilustrado por los bajos valores del índice de Grubel y Lloyd (véase el gráfico 7).

No obstante, existe un potencial no despreciable para incrementar el comercio intraindustrial con los países de Asia emergente. México, por ejemplo, exporta sumas considerables en equipamiento de telecomunicaciones y de circuitos eléctricos y electrónicos a Asia emergente. El sector manufacturero de Brasil también tiene oportunidades de comercio con Asia, especialmente en los rubros de aviones, equipamiento de telecomunicaciones y autopiezas. En Argentina, las mayores oportunidades se concentran en la exportación de alimentos procesados. La agricultura y el *agrobusiness* se presentan ciertamente como una de las oportunidades más promisorias en términos de comercio potencial con

China e India. Mientras el patrón de consumo en estos países se desarrolla, nuevas oportunidades surgirán en la medida en que los exportadores latinoamericanos sean capaces de escalar la cadena de valor, diversificar e innovar en sus productos de exportación. Es ciertamente clave asegurar que existan vínculos entre los sectores exportadores y los demás sectores de la economía, y fomentar la innovación en los productos. Argentina, Chile, Uruguay y Brasil ya disponen de una industria agroalimentaria con potencial de expansión, y necesitarán negociar colectivamente para tener acceso a los mercados gigantes asiáticos.

### **Asia emergente ha materializado pocas inversiones en América Latina y el Caribe**

Los flujos bilaterales de inversión extranjera directa (IED) son mucho menos relevantes que los flujos de comercio. Si bien los flujos de IED china han crecido rápidamente en los últimos años, datos oficiales confirman que China no figura entre los primeros cinco inversores para ningún país de América Latina, con excepción de Ecuador. La inversión china en América Latina se motiva principalmente por el acceso a los recursos naturales, y por ende se dirige a los países con dotación minera y de petróleo como Brasil, Chile, Perú, Ecuador y Venezuela. La inversión latinoamericana en China es aún más limitada y principalmente se ha originado desde Brasil.

### Los intentos de acercamiento a Asia emergente no han sido coordinados

El principal instrumento en el acercamiento ha sido por medio de la firma de tratados de libre comercio bilaterales. Más allá de un flujo importante de visitas ministeriales y presidenciales a China y a otros países de Asia, en los

últimos años los acercamientos formales más relevantes se han concretado en acuerdos comerciales transpacíficos entre economías asiáticas y las de Chile, México, Perú y varios países de Centroamérica (véase el cuadro 3). Estas iniciativas revelan la determinación de ciertos países de América Latina de establecer relaciones

Cuadro 3

Acuerdos comerciales entre países de América Latina y Asia  
(a enero del 2010)

| Países socios   | En negociación | Firmados o concluidos no implementados | En vigencia |
|---|----------------|--|-------------|
| Chile, Australia  |                |  | X           |
| Chile, China  |                |  | X           |
| Chile, Corea  |                |  | X           |
| Chile, India  |                |  | X           |
| Chile, Japón  |                |  | X           |
| Chile, Brunei Darussalam, Nueva Zelanda, Singapur (P-4) |                |  | X           |
| Chile, Malasia  | X              |  |             |
| Chile, Vietnam  | X              |  |             |
| Perú, China   |                | X                                      |             |
| Perú, Corea   | X              |  |             |
| Perú, Japón   | X              |  |             |
| Perú, Singapur  |                |  | X           |
| Perú, Tailandia   | X              |  |             |
| México, Corea   | X              |  |             |
| México, Japón   |                |  | X           |
| México, Singapur  | X              |  |             |
| Colombia, Corea   | X              |  |             |
| Costa Rica, China                                       | X              |  |             |
| Costa Rica, Singapur                                    |                | X                                      |             |
| Panamá, Singapur  |                |  | X           |
| Panamá, Taiwán  |                |  | X           |
| El Salvador, Taiwán                                     |                |  | X           |
| Guatemala, Taiwán                                       |                |  | X           |
| Honduras, Taiwán  |                |  | X           |
| Nicaragua, Taiwán                                       |                |  | X           |

Fuente: CEPAL. Este cuadro es sólo referencial pues incluye acuerdos poco comparables, dado que difieren sustantivamente en la cobertura y profundidad de las disciplinas concordadas.

de largo plazo con Asia Pacífico. Sin embargo, falta una estrategia más coordinada entre varios países respecto del vínculo con esa región que refuerce los nexos entre comercio e inversiones y fortalezca eslabonamientos productivos y tecnológicos, con distintos tipos de alianzas público-privadas, orientadas a estimular la competitividad, la innovación y la internacionalización de las empresas de la región (CEPAL, 2008).

La creación del Arco del Pacífico Latinoamericano en 2007 (una cooperación entre Chile, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y los cinco países centroamericanos) representó un esfuerzo preliminar en esta dirección. Los principales objetivos son promover un abordaje estratégico y cooperativo hacia la región de Asia y el Pacífico (por ejemplo, la promoción conjunta para atraer inversiones de Asia en infraestructura y proyectos de energía) y fortalecer la convergencia comercial y económica entre los miembros mediante estrategias como la acumulación de origen. Estas iniciativas aún se encuentran en una fase incipiente.

#### **IV. Hacia un mayor aprovechamiento del vínculo con Asia emergente**

Los países de la región deberían buscar un acercamiento más activo y coordinado con Asia emergente. Pese a su creciente importancia

como socio comercial, no existe en ALC suficiente conciencia sobre la importancia de Asia emergente y, menos aún, una estrategia coordinada entre países o grupos de países para la creación de mayores vínculos comerciales y de inversión estratégicos con esa región. Hasta ahora, como se explicaba, los esfuerzos de acercamiento por parte de los países latinoamericanos han sido más bien esporádicos e individuales, destacándose la firma de varios tratados de libre comercio bilaterales. Si bien estos tratados son importantes, no bastan para generar la escala y masa crítica necesarias para estimular alianzas comerciales y tecnológicas entre ambas regiones, ni para superar la marcada asimetría entre los importantes volúmenes de comercio y los reducidos niveles recíprocos de inversión.

Además, es urgente que los países latinoamericanos y caribeños examinen la integración productiva que se está gestando en Asia, en torno a China, y que procuren incorporarse a las cadenas de valor que allí se están formando (CEPAL, 2009b). Esta acción debería comenzar por aquellas actividades más ligadas a los principales productos de exportación, explorando sus eslabonamientos hacia atrás y hacia adelante, y desarrollando ventajas competitivas en la ingeniería y la biotecnología asociadas al producto o en los servicios empresariales conexos. Esta mejor inserción en las cadenas asiáticas podría permitir una diversificación exportadora de México y de los países centroamericanos en

manufacturas con mayor valor agregado y contenido tecnológico, facilitando así las inversiones birregionales en torno a una matriz de comercio con mayores interrelaciones, como la que muestran con las economías asiáticas. Un comercio latinoamericano más diversificado con Asia emergente abre más oportunidades de comercio intraindustrial y de inversiones recíprocas. Del mismo modo, convendría que los países de ALC emularan la experiencia asiática de integración productiva en torno a cadenas de valor regionales o subregionales. Los países latinoamericanos deberían reforzar las alianzas productivas y la cooperación en negocios tecnológicos entre ellos, con miras a ir avanzando hacia vínculos más estrechos y funcionales con Asia emergente, idealmente con una estrategia compartida<sup>8</sup>. Esta cooperación latinoamericana bien puede contribuir a renovar el propio esfuerzo de integración regional, colocando el énfasis, por ahora, en aspectos de cooperación en infraestructura, conectividad, innovación y facilitación del comercio.

Los países en la región deberían coordinarse para atraer mayores inversiones de China (Rosales y Kuwayama, 2007). Aunque ALC en su conjunto es uno de los principales destinos de la inversión china en el exterior, ésta se concentra en los países libres de impuestos. En América Latina ya operan algunas empresas chinas, sobre todo en los sectores petrolero, del transporte y telecomunicaciones, pero no son suficientes.

El momento parece apropiado para definir, de manera concertada, las prioridades regionales en las relaciones con los países asiáticos<sup>9</sup>, proponiéndoles una asociación estratégica de beneficio mutuo. China ya formuló expresamente una política exterior hacia ALC, plasmada en un documento oficial –el Libro Blanco– en el que se destacan las potencialidades de la región para avanzar en una cooperación integral. ALC podría responder con un documento que establezca las bases para ese acercamiento. La coordinación regional para definir una primera reacción frente al mencionado Libro Blanco, estableciendo mesas de diálogo técnico, generaría mejores condiciones para aspirar en los próximos años a una Cumbre Presidencial China-ALC, lugar donde podría trabajarse una agenda compartida de proyectos de inversión y comercio, buscando atraer inversiones asiáticas, invertir en Asia y diversificar el comercio de ALC.

## Referencias bibliográficas

- ACEPAL (2007): *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2007. Tendencias 2008*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2008): *Oportunidades de Comercio e Inversión entre América Latina y Asia-Pacífico. El vínculo con APEC*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile..
- CEPAL (2009a): *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2008-2009: Crisis y espacios de cooperación e integración*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2009b): *El Arco del Pacífico Latinoamericano después de la crisis: desafíos y propuestas*, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Dussell, Enrique (2007): *Oportunidades en la relación económica y comercial entre China y México*, CEPAL, México DF.
- Jenkins, Rhys y Enrique Dussell Peters (editores) (2009): *China and Latin America: Economic Relations in the Twenty-first Century*, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Bonn/México DF.
- Goldman Sachs Global Economics Group (2007): *BRICS and Beyond*, Nueva York.
- OCDE (2007): *Latin American Economic Outlook 2008*, París.
- Rosales, Osvaldo (2007): "Relaciones estratégicas entre China y América Latina. América del Sur y México-Centroamérica", en Dussell (2007), ob. cit.
- Rosales, Osvaldo (2009): "La globalización y los nuevos escenarios del comercio internacional", *Revista CEPAL*, n° 97 (LC/G.2400-P), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Rosales, Osvaldo y Kuwayama, Mikio (2007): "América Latina al encuentro de China e India: perspectivas y desafíos en comercio e inversión", *Revista de la CEPAL*, n° 93, (LC/G.2347-P),

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile, diciembre.

## Notas

- <sup>1</sup> Agradezco la colaboración de Mariano Álvarez, Sebastián Herreros, Germán King y Nanno Mulder en la redacción de este trabajo. El mismo sintetiza varias publicaciones de la CEPAL sobre las relaciones entre China, el resto de Asia y América Latina y el Caribe (CEPAL, 2007, 2008, 2009a, 2009b; Rosales y Kuwayama, 2007).
- <sup>2</sup> ASEAN-10 incluye a Brunei Darussalam, Camboya, Indonesia, Filipinas, República Democrática Popular de Lao, Malasia, Birmania, Singapur, Tailandia y Vietnam.
- <sup>3</sup> Esto significa que, en ausencia de políticas activas de desarrollo productivo que promuevan *clusters* especializados, asociados a esos recursos naturales, los encadenamientos productivos y ocupacionales que generan esas exportaciones son limitados, como lo son también las posibilidades de diversificar la base exportadora.
- <sup>4</sup> Todo indica que China superará a Japón en el año 2010, desplazándolo entonces al tercer lugar del PIB en dólares corrientes.
- <sup>5</sup> A diferencia del acuerdo alcanzado con China, el acuerdo con Australia y Nueva Zelanda tiene mayores exigencias en la liberalización del comercio bilateral.
- <sup>6</sup> Recordemos que el PIB mundial se contrajo el 0,8% en el 2009, de modo que en ausencia de este crecimiento de China e India, la contracción mundial habría bordeado el 2%.
- <sup>7</sup> La caracterización regional esconde una marcada heterogeneidad entre países. México, Costa Rica y, en menor grado, Colombia tienen un componente importante de productos manufacturados. Sin embargo, estos tres países representan una proporción pequeña de las exportaciones latinoamericanas a Asia emergente.
- <sup>8</sup> Para un mayor desarrollo de estos temas, consúltese Rosales (2007).
- <sup>9</sup> Véase el discurso de Osvaldo Rosales en la III Cumbre Empresarial China-América Latina, Bogotá, 25 de noviembre de 2009. Consultar en: [http://www.cepal.org/comercio/noticias/noticias/9/37969/discurso\\_III\\_Cumbre\\_China\\_LAC\\_nov.2009.pdf](http://www.cepal.org/comercio/noticias/noticias/9/37969/discurso_III_Cumbre_China_LAC_nov.2009.pdf).

---

**Tercera parte:**  
**Respuestas internacionales**

---



## La crisis y las finanzas públicas: un legado de consolidación pendiente

### Resumen:

La crisis económica y financiera ha deteriorado la posición fiscal de la mayor parte de las economías desarrolladas hasta extremos inéditos en generaciones. La caída de la actividad, los estímulos fiscales y los apoyos financieros que ha sido necesario instrumentar explican ese drástico deterioro. Aunque la reactivación económica que está comenzando a afirmarse pueda aliviar en cierta medida los déficits fiscales, una consolidación fiscal sustancial –de unos ocho puntos del PIB en el saldo primario estructural–, que sitúe a la deuda pública de nuevo en una senda sostenible, se presenta como uno de los desafíos más importantes para las políticas económicas en los próximos años. Para lograrlo será necesario no sólo un fuerte ajuste presupuestario corriente, sino también cambios en los compromisos de largo plazo del gasto en pensiones y sanidad, y sobre todo consolidar unas tasas de crecimiento sostenible suficientemente elevadas, mediante reformas estructurales. En el corto plazo, los planes de consolidación fiscal deben ser compatibles, por un lado, con el mantenimiento de un cierto tono expansivo, que contribuya a sostener la aún débil demanda privada, y, por otro, con aplacar las sospechas de insostenibilidad de la deuda pública, que podrían llevar a los mercados a imponer primas de riesgo crecientes sobre ella. En definitiva, los desafíos sobre las finanzas públicas son importantes y, además, algunos retos trascienden este ámbito. Así, la imbricación entre política monetaria y fiscal durante la crisis hace que la reafirmación de la independencia del banco central constituya otro reto fundamental para las autoridades económicas, especialmente en un

contexto de fragilidad de las finanzas públicas. Por último, dado el carácter global de la crisis, otro aspecto fundamental para facilitar una salida ordenada es la concertación internacional, que debería reflejarse en políticas macroeconómicas consistentes a escala global.

*Palabras clave:*

crisis económica y financiera, estímulos fiscales, déficit fiscal, deuda pública, política monetaria y fiscal

**Abstract:**

The economic and financial crisis has left the public finances of most advanced economies in a precarious position. The fall in activity, coupled with the fiscal and financial support implemented by the authorities, explain this dramatic deterioration. True, the economic recovery under way may relieve fiscal deficits to some extent; but a substantial fiscal consolidation –an improvement of around 8 pp of GDP in the structural primary balance– that places the public debt on a sustainable path is one of the paramount economic policy challenges ahead in the coming years. To achieve this, a sharp current budget adjustment may not suffice; changes in long-term entitlement commitments will be required and, above all, it will be key to entrench a sizable and sustainable rate of growth, through structural reforms. In the short run, the consolidation plans should be compatible, on one hand, with some continuing fiscal expansion to support –still-sluggish private activity and, on the other, with the neutralisation of expectations that debt may be unsustainable, which could lead the markets to impose increasing risk premia on public debt. All in all, the challenges are daunting, not only in the sphere of domestic public finances, but beyond this, too. In particular, the interweaving of fiscal and monetary policy during the crisis on top of fragile fiscal positions means that reasserting the independence of central banks will be another key priority for policymakers. Finally, given the global nature of the crisis, another pivotal issue to provide for an orderly exit is to maintain international cooperation, in the form of consistent policy options at the global level.

*Key words:*

economic and financial crisis, fiscal and financial support, fiscal deficit, public debt, fiscal and monetary policy

## La crisis y las finanzas públicas: un legado de consolidación pendiente

### Introducción

La crisis financiera de los últimos dos años ha provocado la recesión global más profunda desde la Segunda Guerra Mundial y ha precipitado un rápido e intenso deterioro de las finanzas públicas en la gran mayoría de las economías desarrolladas, como se recoge en el gráfico 1.

La parálisis de la actividad financiera tras la quiebra de Lehman Brothers obligó a los gobiernos a desplegar, de manera relativamente coordinada, todo un arsenal de medidas de política monetaria, financiera y fiscal, empleando una ingente cantidad de recursos públicos, para evitar el colapso del sistema financiero mundial y un desplome aún mayor de la actividad econó-

mica. La fuerte caída de la actividad ha supuesto además un recorte drástico de los ingresos públicos y un incremento del gasto, que han disparado los déficits públicos y la deuda de los gobiernos en las principales economías. Aunque a partir de la segunda mitad de 2009 se ha observado una reactivación de la actividad, en las economías avanzadas la recuperación es todavía muy dependiente de las medidas de apoyo puestas en marcha por los gobiernos y cabe esperar que estos las mantengan hasta que la demanda privada gane una mayor autonomía.

En definitiva, las secuelas de la crisis sobre las cuentas públicas serán muy profundas y duraderas, y esto plantea retos importantes para las autoridades económicas. En el futuro más

\* Pilar L'Hotellerie-Fallois es directora y Enrique Alberola, coordinador ejecutivo de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. Se agradece el excelente apoyo técnico brindado por Fernando Gutiérrez del Arroyo. Las opiniones expresadas por los autores no representan necesariamente las del Banco de España.

próximo, la retirada del impulso fiscal impartido plantea cuestiones importantes de secuenciación con la política monetaria y de necesaria coordinación internacional, dada la magnitud del impacto que produciría una salida simultánea del impulso fiscal. Pero, sin duda, en los próximos años uno de los principales retos de la política económica será conseguir un grado suficiente de consolidación fiscal para reconducir las cuentas públicas a una senda de sostenibilidad.

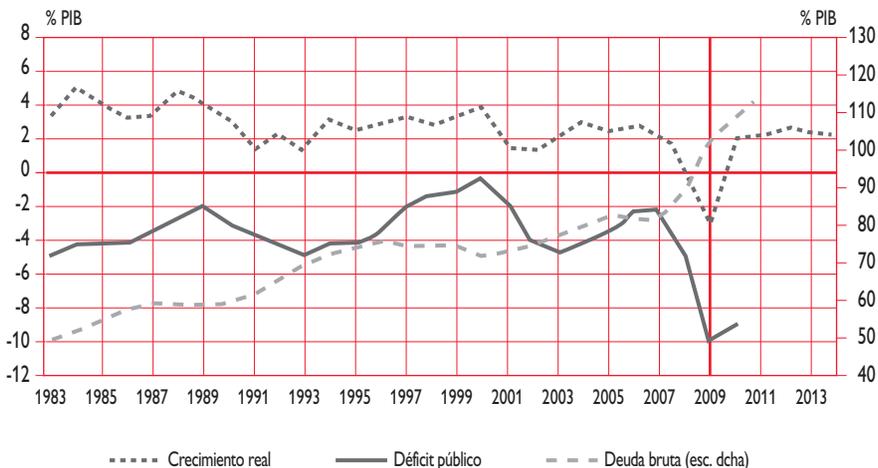
Este artículo reflexiona sobre algunas de estas cuestiones, centrándose principalmente en la posición de las economías desarrolladas, que han estado en el origen de la crisis y han

sido, también, las más afectadas desde la perspectiva fiscal. No obstante, la comparación con las principales economías emergentes, entre ellas algunas latinoamericanas, proporciona una referencia importante a la que se acude a lo largo del trabajo.

El análisis se inicia en el siguiente epígrafe, con una valoración de la situación de las finanzas públicas previa a la crisis, menos sólida de lo que dejaban ver las cifras disponibles entonces. El impacto de la crisis se contempla a continuación en dos dimensiones: la respuesta de política económica –en su doble vertiente de planes de apoyo al sistema financiero y de estímulo

Gráfico 1

Las economías desarrolladas\*  
en el medio plazo (1983-2014)



\* El agregado de economías avanzadas incluye al G-4: EE UU, área euro, Japón y Reino Unido (ponderación con pesos FMI). El área del euro incluye, por su parte, las cuatro grandes economías del agregado: Alemania, Francia, Italia y España.

Fuente: FMI-WEO-Oct.09 y FMI- "The State of Public Finances" y Banco de España para España.

fiscal a la actividad– y el propio impacto de la caída de la actividad económica y financiera sobre las cuentas públicas, que trasciende los efectos meramente cíclicos. Posteriormente se valoran las perspectivas de las finanzas públicas, con especial atención a la dinámica ascendente de la deuda, y la necesidad de consolidación y ajuste fiscal, para reconducir el déficit y la deuda a unos niveles más adecuados que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo. Antes de pasar a las conclusiones, se reflexiona sobre las posibles interacciones entre el ajuste fiscal pendiente y la actuación de otras políticas económicas, en particular la monetaria.

## I. El punto de partida. La situación fiscal previa a la crisis

En una perspectiva de medio plazo, la situación fiscal en las economías desarrolladas previa a la crisis no parecía particularmente delicada –salvo en Japón, donde el largo declive económico (que ahora cumple dos décadas) había situado la ratio de deuda bruta sobre el PIB cerca del 200%–. En 2007, el déficit del conjunto de las principales economías avanzadas<sup>1</sup> se situaba algo por encima del 1% del PIB y el saldo estructural se estimaba en un porcentaje sólo unas décimas mayor. Estas cifras eran mucho más favorables que las observadas al inicio de los años noventa, cuando los déficit promedio rondaban casi el 4% del PIB, mientras que los niveles de deuda mostraban

una senda ascendente en los principales países. Los esfuerzos de consolidación fiscal de los años noventa permitieron corregir esa situación y estabilizar los niveles de deuda, dejando a las finanzas públicas en una senda más favorable (véase el gráfico 2). No obstante, hay que introducir algunas matizaciones a la valoración de la situación fiscal en los momentos previos a la crisis:

1. Tras el ajuste de los años noventa, la posición fiscal se había vuelto a deteriorar paulatinamente. Desde que en el año 2000 se alcanzara un equilibrio presupuestario en el conjunto de las economías avanzadas, el déficit se fue ampliando progresivamente, debido a la recesión con la que se inició la década, y tras la recuperación los ratios no volvieron a sus niveles anteriores. La senda descendente de la deuda pública revirtió suavemente a partir de 2002, salvo en el caso de España.
2. Adicionalmente, como se observa en el primer panel del gráfico 3, los ingresos públicos registraron un fuerte incremento en los últimos años, más intenso que lo que el dinamismo de la actividad sugeriría, esto fue debido a un patrón de crecimiento sesgado, en algunos casos, hacia sectores –como el inmobiliario o el financiero– que en las circunstancias previas a la crisis tendieron a generar flujos de ingresos extraordinariamente elevados en países como Estados Unidos, Reino Unido o

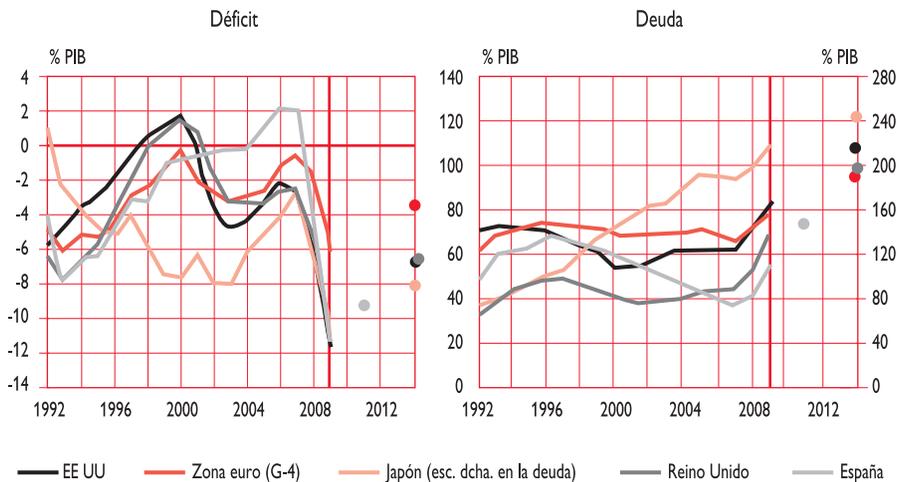
España. Además, el fuerte crecimiento de los ingresos en los años previos a la crisis vino acompañado de una expansión paralela del gasto (mientras que, entre 1994 y 2004, se había observado un ligero aumento de los ingresos y una caída moderada de los gastos). Desde este punto de vista, la mejora de los saldos fiscales debe en realidad ser considerada como tímida y la disciplina fiscal insuficiente.

- Tras la crisis, la valoración de la situación fiscal de partida ha cambiado. Por una parte, el desplome del sector de la vivienda y del sec-

tor financiero ha puesto de manifiesto el carácter no permanente de los ingresos que generaban. Por otra parte, pero relacionado con lo anterior, la noción de velocidad de crucero de la economía –o de ritmo de crecimiento sostenible– ha sufrido un recorte considerable. Ahora existe la certeza –que era una sospecha para algunos antes de la crisis– de que el crecimiento de los últimos años estaba fundamentado, en parte, en unas condiciones financieras excesivamente laxas, que dieron lugar a amplios desequilibrios macroeconómicos y patrimoniales, y que, eventualmente, cebaron la crisis. Se

Gráfico 2

Evolución del déficit y de la deuda pública (1992-2014) \*



\* Los datos de 2014 son previsiones del FMI de oct-09 excepto España que son previsiones de la Comisión Europea de nov-09.

Fuente: FMI-WEO-Oct. 09 y FMI- "The State of Public Finances" y Banco de España para España (previsiones de la Comisión Europea).

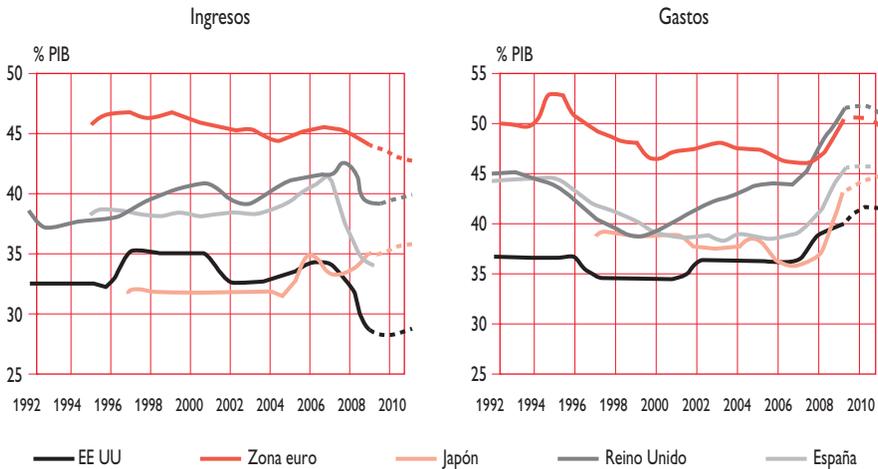
estaba creciendo, por tanto, por encima del ritmo sostenible. En el gráfico 4 se ilustra esta idea a través de la estimación del crecimiento potencial realizada por el FMI antes y después de la crisis. Aunque el concepto de crecimiento potencial no es estrictamente el de crecimiento sostenible al que nos hemos referido antes<sup>2</sup>, permite ilustrar una diferencia significativa entre ambas estimaciones, en torno a medio punto porcentual, desde 2002. Si el crecimiento sostenible era menor que el estimado, la contribución del ciclo a la mejora del saldo observado era en realidad

mayor y, por lo tanto, la posición fiscal ajustada por el ciclo era peor que la estimada y percibida.

4. Finalmente, sobre las finanzas públicas de las economías desarrolladas se proyecta la sombra de un fuerte incremento futuro de las cargas sociales asociadas al envejecimiento –particularmente gastos en pensiones y salud– que pueden suponer entre 3 y 4 puntos porcentuales del PIB en las próximas dos décadas, según cálculos del FMI, no muy distintos de los de otras instituciones.

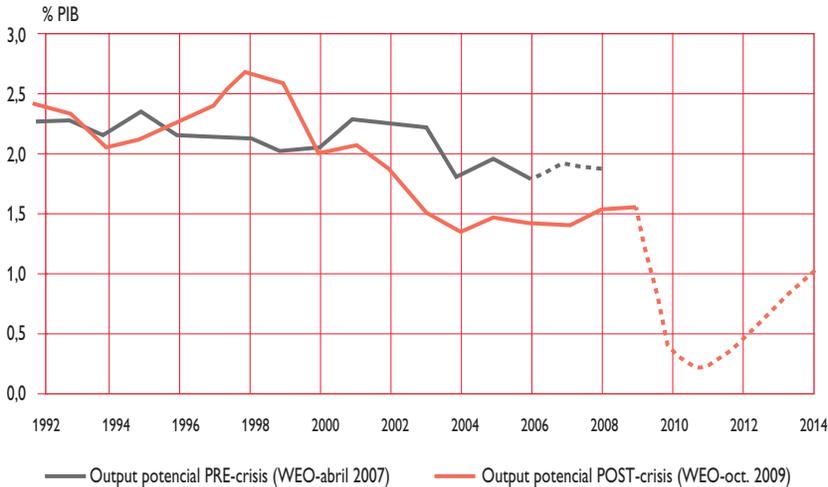
Gráfico 3

Evolución de los ingresos y de los gastos públicos (1992-2014)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 4  
Crecimiento potencial  
(países del G-7)



Fuente: FMI-WEO abril 2007 y WEO-octubre 2009.

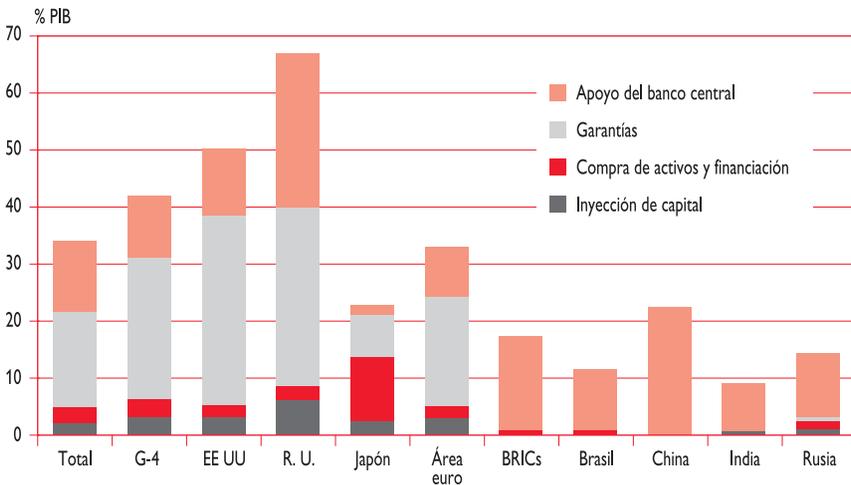
## II. La crisis y su impacto sobre las cuentas públicas

Al analizar el impacto de la crisis sobre las cuentas públicas, conviene distinguir entre tres efectos diferentes, que se materializaron de un modo más o menos simultáneo: i) el derivado de las medidas de apoyo al sistema financiero, que, aunque en un principio implicaron cantidades potencialmente muy elevadas de recursos, han tenido, por el momento, un impacto fiscal moderado e inferior a lo esperado al desencadenarse la crisis; ii) el impacto sobre el saldo fiscal asociado con la caída de la activi-

dad, tanto productiva como financiera; y iii) los planes de estímulo fiscal que se pusieron en marcha para limitar dicha caída.

Desde el punto de vista de la actuación de las políticas económicas, el aspecto más novedoso de esta crisis ha sido el *apoyo al sistema financiero*, que no sólo ha implicado a las autoridades fiscales, sino también a los bancos centrales y a otras entidades públicas –como los fondos de garantías de depósitos e instituciones financieras de carácter público o semipúblico–. Aunque este tipo de apoyo se inició en el verano de 2007, no tuvo implicaciones fiscales importantes hasta la quiebra de Lehman.

**Gráfico 5**  
Monto y composición de las medidas de apoyo al sector financiero.  
Enero 2010 \*



\* Los datos de Japón y BRICs están actualizados a fecha de octubre de 2009.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, Comisión Europea, Tesoro EE UU y bancos centrales.

Entonces, se produjo un gran salto cuantitativo y cualitativo en el apoyo financiero, tanto en las economías avanzadas como, en menor medida y con cierto retraso, en las economías emergentes.

El gráfico 5 recoge el monto comprometido en las medidas de apoyo al sistema financiero desde el inicio de la turbulencia, en 2007, hasta enero de 2010, para un conjunto de países y regiones, tanto desarrollados como emergentes, que representan casi el 70% del PIB mundial<sup>3</sup>, medido en porcentaje del PIB<sup>4</sup>. Las medidas aparecen divididas en cuatro categorías: 1) *Inyecciones de capital a bancos u otras instituciones financieras*, llevadas a cabo, en

general, por el Tesoro Público; 2) *compra de activos y financiación*, tanto al sector financiero como a otros sectores productivos, también llevadas a cabo por el Tesoro; 3) *apoyo financiero por parte del banco central*, categoría que incluye la provisión de liquidez, así como la financiación directa y compra de activos, y 4) *garantías* sobre emisiones de deuda u otros pasivos y, más recientemente, sobre activos de valor incierto de las entidades financieras<sup>5</sup>.

La cantidad de fondos comprometidos en el conjunto de países considerado alcanzaba el 33% del PIB de estas economías al principio de 2010. La magnitud del apoyo es mucho mayor

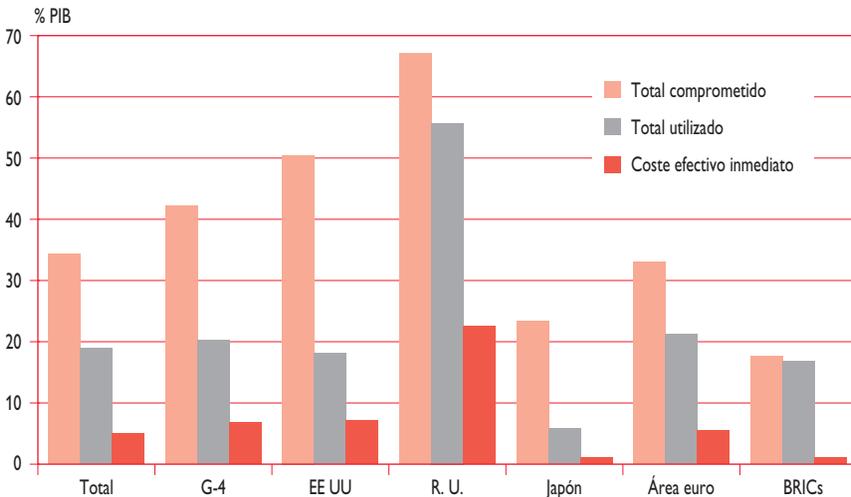
en las economías avanzadas (42% de su PIB) que en los BRIC (un 17%). Cabe señalar, no obstante, que en las economías avanzadas la cuantía de los apoyos está ahora bastante alejada de su máximo, alcanzado el verano del 2009 y que rondó el 50% del PIB, mientras que en las emergentes esa cifra ha seguido creciendo.

En las economías avanzadas, el abanico de medidas introducidas ha sido muy amplio. La mayor proporción de apoyos está comprometida mediante garantías sobre activos y pasivos bancarios (algo más de la mitad del

apoyo total) y el respaldo financiero de los bancos centrales (un tercio del total de apoyos, es decir, un 11% del PIB); las compras de activos y la financiación directa por parte del Tesoro, por un lado, y las inyecciones de capital, por otro, han contribuido en menor proporción. Sin embargo, en las economías emergentes el respaldo del banco central ha sido el apoyo dominante (único, en el caso de China). Esta marcada diferencia obedece a la distinta naturaleza que ha revestido la crisis financiera en cada caso, con un impacto mucho mayor sobre los bancos de los países

Gráfico 6

Cantidades comprometidas, utilizadas y su coste efectivo.  
Enero 2010 \*



\* Los datos de Japón y BRICS están actualizados a fecha de octubre de 2009.

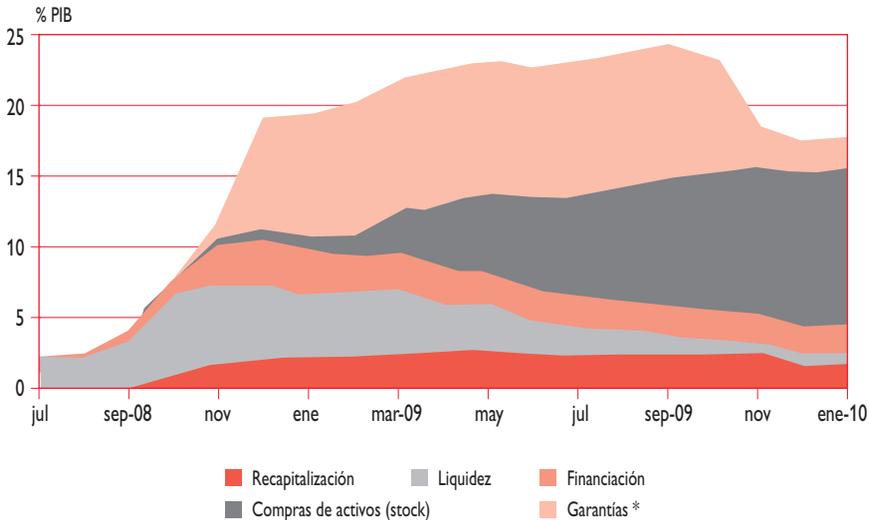
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, Comisión Europea, Tesoro EE UU y bancos centrales.

desarrollados, que adoptaron un modelo de negocio más sofisticado y crecientemente sesgado hacia estrategias complejas y arriesgadas. Por otra parte, dentro del grupo de las economías avanzadas hay diferencias significativas en la magnitud del apoyo financiero: Estados Unidos y Reino Unido destacan por encima del resto, tanto por la cuantía comprometida, del 50 y del 67% del PIB, respectivamente (aunque en ambos países los apoyos llegaron a superar el 80% del PIB), como por haber llevado la iniciativa y marcado el paso en este ámbito.

A pesar de la extraordinaria magnitud del apoyo financiero, las implicaciones fiscales están siendo, en principio, más reducidas. Por un lado, el cómputo realizado refleja todos los apoyos comprometidos, que en la práctica sólo han sido parcialmente utilizados. Por otro lado, sólo una parte del monto utilizado requiere un desembolso efectivo o ser cubierto con recursos financieros del fisco. En general, sólo las inyecciones de capital, los préstamos y la compra de activos por parte del Tesoro implican un coste efectivo e inmediato con impacto presupuestario y, como se

Gráfico 7

Evolución de los apoyos financieros en EE UU



\* En el caso de las garantías, se excluyen las concedidas a Money Market Mutual Funds.

Fuente: Reserva Federal, Tesoro de los Estados Unidos y Banco de España.

ha señalado, este tipo de intervención ha representado una parte reducida del apoyo total. Por el contrario, las intervenciones de los bancos centrales, salvo las realizadas con apoyo financiero de los tesoros, no tienen en principio un impacto presupuestario, y las garantías sólo lo tienen si se activan (aunque en algún caso se hayan provisionado fondos presupuestarios para hacer frente a tales contingencias).

El gráfico 6 ilustra la importancia de distinguir entre estos conceptos. Puede observarse que el coste efectivo inmediato ha sido sólo una parte reducida de las cantidades comprometidas inicialmente o, incluso, de las utilizadas. Así, en las principales economías desarrolladas, el coste efectivo se estima en un 6,3% del PIB, frente al 42% del total comprometido y al 20% del PIB que representa el apoyo utilizado; en las economías emergentes, la proporción es aún menor<sup>6</sup>.

Es interesante analizar la dinámica de los respaldos financieros durante el desarrollo de la crisis y la evolución de los costes fiscales de tal apoyo. La relativa normalización de los mercados y la recuperación de la actividad, aunque frágil, ha permitido reducir el monto y el uso del respaldo financiero que, como se ha señalado, alcanzó su apogeo hacia mediados de 2009. El gráfico 7 ilustra cómo ha evolucionado la utilización de los distintos instrumentos de apoyo en Estados Unidos, que ha sido parecida a la de otros países,

como Reino Unido. El gráfico recoge el uso cada vez menos intensivo de algunos instrumentos, como las garantías, la financiación o las facilidades de liquidez de los bancos centrales; incluso parte de las inyecciones de capital a los bancos han sido devueltas por éstos, al haber podido reforzar su base de capital a través de inversores privados. Por el contrario, la compra de activos ha sido el único componente cuyo uso ha mantenido su relevancia durante todo el período. Esta dinámica permite suponer que buena parte de las cantidades invertidas podrán ser recuperadas sin pérdida para las arcas públicas. Se está registrando, incluso, un incremento de los ingresos públicos –para el Tesoro o el banco central– asociados al pago del coste de uso de este tipo de apoyos.

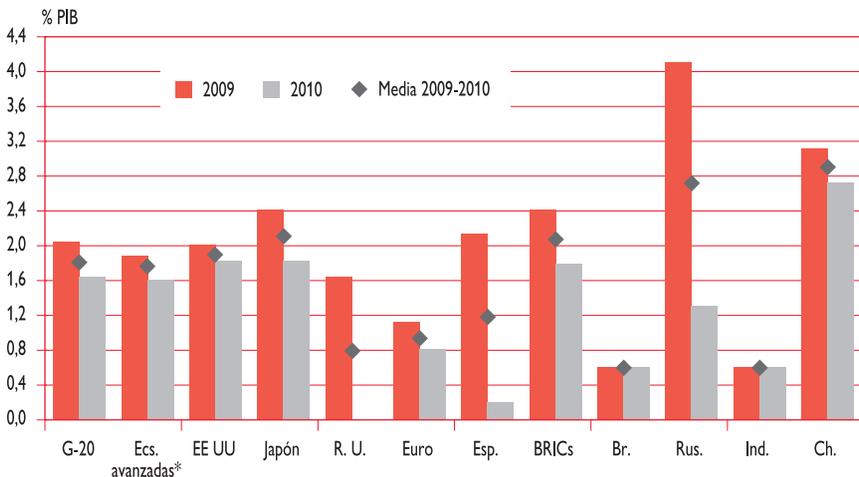
Frente a esta dinámica de reducción progresiva en el uso de los apoyos, que tiende a reducir el coste fiscal esperado del respaldo financiero, hay que tener en cuenta la posibilidad de que parte de las cantidades utilizadas sin coste inmediato, como las garantías y la financiación de los bancos centrales, acabe generando un coste efectivo. Aunque la financiación concedida por el banco central esté respaldada por colateral, la aceptación de activos menos seguros a estos efectos supone un incremento del riesgo en el balance, al que se añade el de las compras directas de activos, riesgo que eventualmente puede derivar en pérdidas. El balance final dependerá de cómo

se resuelva la crisis. La evidencia procedente de episodios similares en el pasado refleja un gran rango de posibilidades: así, en el caso sueco, a finales de los años noventa, apenas se generaron costes para las arcas del Estado; sin embargo, Laeven y Valencia (2008) calculan que el coste medio de las crisis financieras, tanto en economías desarrolladas como en emergentes, ronda el 15% del PIB. Hay que tener en cuenta, además, que el peso, interconexión y complejidad del sistema financiero se ha incrementado con el tiempo, de tal modo que es posible que restaurar la estabilidad y eficiencia del sistema a los niveles adecuados

requiera un esfuerzo fiscal superior al pasado (Comisión Europea, 2009).

Los *planes de estímulo fiscal* constituyen el segundo pilar de la reacción de la política económica para hacer frente a la crisis. Algunas economías desarrolladas que habían entrado en fase de fuerte desaceleración al inicio de 2008, como España o Estados Unidos, instrumentaron desde ese momento medidas expansivas, pero fue el desplome súbito de la actividad, en la última parte de ese año, lo que empujó a los gobiernos a adoptar planes de estímulo fiscal muy sustanciales de forma generalizada.

Gráfico 8  
Estímulos fiscales



\* El agregado de Economías avanzadas incluye a las economías desarrolladas del G-20.  
Fuente: FMI- "The State of Public Finances" (Oct. 09), Comisión Europea y Banco de España.

El gráfico 8 recoge el monto estimado de los planes de estímulo fiscal introducidos en el conjunto de países analizados, entre 2008 y 2010, y del que se excluyen las medidas de apoyo al sector financiero. El impulso promedio anual del conjunto es del 1,4% del PIB, siendo, en este caso, el esfuerzo ligeramente mayor en las economías emergentes que en las avanzadas, pues en el período más reciente algunas economías emergentes –principalmente China y Rusia– han realizado un esfuerzo adicional. En cualquier caso, hay notables diferencias entre países. De nuevo, Estados Unidos destaca por los recursos empleados, con un 1,7% del PIB de promedio anual en los tres años considerados, así como China, donde el impulso medio ha sido del 2,1%. En contraste, los países de la zona euro han aplicado planes de estímulo más modestos, en el entorno del 0,7% del PIB de promedio. En cuanto a la persistencia del estímulo fiscal, las diferencias son todavía mayores. Así, mientras que en Estados Unidos o Alemania está previsto que la política de estímulo fiscal se prolongue en 2010, otros países, como Reino Unido o España, prevén la práctica eliminación o incluso reversión del estímulo fiscal este año.

En general, los planes de estímulo fiscal han estado sesgados hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. La mayor proporción de medidas de gasto (un 60% del estímulo fiscal, que alcanza el 75% en

las economías emergentes del G-20) puede explicarse por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y de perspectivas negativas, que hace menos efectivos los recortes de impuestos. No obstante, los retardos en la instrumentación del gasto, en un momento en el que se precisan impulsos urgentes a la demanda, pueden ser una limitación a su efectividad a corto plazo. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia los impuestos directos y las desgravaciones, aunque la reducción de los indirectos ha tenido un papel importante también en algunos casos, como en Reino Unido. El abanico de medidas concretas aplicadas –tanto en número como en tipología– ha variado mucho tanto entre economías desarrolladas como en emergentes.

Para valorar *el impacto de la crisis sobre el déficit público*, además de las medidas discrecionales de apoyo a la demanda y al sistema financiero, hay que tener en cuenta los efectos de la fase recesiva –y del previsible cambio en el patrón de crecimiento– sobre las cuentas públicas. Estos efectos se derivan de tres factores, principalmente: los llamados estabilizadores automáticos, la pérdida de ingresos en el ámbito financiero e inmobiliario, debida a la crisis, y, en los países exportadores de materias primas, la reducción de ingresos fiscales asociados al desplome del precio y de los volúmenes de comercio de esos

productos. En los países desarrollados el mayor impacto se ha debido a los estabilizadores automáticos, en torno a tres cuartos del total, que reflejan la pérdida de recaudación impositiva y de los mayores gastos por desempleo. En las economías emergentes, más de la mitad de la contribución se ha debido a la pérdida de ingresos por materias primas. En el conjunto de los países analizados, los estabilizadores automáticos serían responsables de la mitad del incremento del déficit, mientras que la reducción de ingresos financieros supondría un cuarto.

Como consecuencia de todo ello, los déficits fiscales han registrado un intenso deterioro, cercano a los 8 puntos porcentuales del PIB, en las economías desarrolladas, donde pasaron del 1,2% en 2007 a casi el 9% en 2009 (véanse los gráficos 1 y 2). El deterioro ha sido menor –de 5 puntos porcentuales (p.p.)– en las principales economías emergentes, donde se ha pasado del equilibrio presupuestario en 2007 a un déficit del 5% del PIB en 2009. Las previsiones del FMI apuntan a que en 2010 el déficit apenas se reducirá en un punto porcentual, a pesar de la recuperación económica. En varios países, como Estados Unidos, Reino Unido o Japón, el déficit ha alcanzado cifras superiores a los dos dígitos en porcentaje del PIB; España es uno de los países de la muestra donde el deterioro del déficit ha sido más intenso, trece puntos del PIB.

De un modo análogo, en la mayoría de las economías desarrolladas, la deuda pública ha experimentado un salto inédito en tiempos de paz. Como se observa en el gráfico 1, en ese conjunto de países, la deuda bruta ha pasado de niveles en torno al 80% del PIB, en 2007, a superar el 100%, en 2009, y seguirá aumentando hasta rondar el 110% del PIB en 2010, es decir un salto de casi 30 p.p. del PIB. Es cierto que la magnitud ingente de la deuda en ciertos países, como Japón –donde ha pasado del 188% al 229% en 2010, en términos brutos–, llama especialmente la atención, pero el incremento de la deuda es sustancial en muchos otros. En Estados Unidos, la deuda bruta superará el 95% del PIB en 2010 y en Reino Unido el 80%, con incrementos superiores a los 30 y 35 p.p. del PIB, respectivamente. En ambos países, sobre todo en Reino Unido, el incremento no sólo se deriva del mayor déficit fiscal, sino de las emisiones de deuda asociadas al apoyo financiero, que en Reino Unido superan los 20 puntos porcentuales del PIB. En Japón y en Estados Unidos esos ratios de deuda suponen retomar a los niveles de la postguerra. En la zona euro, el incremento también es importante, aunque relativamente menor, en el entorno de 15 p.p. del PIB, mientras que España se beneficia de un reducido nivel de partida, de menos del 40% del PIB, aunque el incremento también es notable, hasta el 70%. Por el contrario, el incremento esperado en las economías emergentes es insignificante, pasando del 37 al 39% en ese mismo período.

### III. Sostenibilidad de las finanzas públicas y consolidación fiscal

El incremento de los déficit y de la deuda dibuja unas perspectivas preocupantes para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las previsiones recogidas en el gráfico 2 apuntan a que en el medio plazo los déficit seguirán siendo mucho más elevados que en el período previo a la crisis y que la deuda seguirá incrementándose. Según las proyecciones disponibles en este momento, en 2014 el déficit fiscal promedio de las economías avanzadas se situaría todavía por encima del 5%, más de 3 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis, y la deuda bruta alcanzaría cotas en el entorno del 120% del PIB, con países como Estados Unidos, Reino Unido y Francia en ratios de deuda cercanas o por encima del 100% del PIB, y Japón cerca del 250%. Es importante señalar que estas previsiones –que fueron hechas, en general, en octubre del año pasado– no incluyen los programas de ajuste fiscal que algunos países, sobre todo europeos, han anunciado en los últimos meses, por lo que pueden ser consideradas como un adecuado referente para evaluar la situación de las finanzas públicas en ausencia de un proceso de consolidación fiscal.

El aspecto más negativo de la situación que han alcanzado las finanzas públicas en las economías desarrolladas –y que obliga a proyectar unas tendencias de mayor agravamiento– es el

súbito e intenso deterioro de la dinámica de la deuda. Es ese deterioro el que explica la proyección de elevados déficit fiscales, que se extenderían una vez superada la crisis y asentada la recuperación, y que la deuda haya entrado en una espiral de crecimiento muy difícil de revertir. Usando una aproximación simplificada a la dinámica de la deuda pública:

*Incremento de la deuda en (t) = (tipo de interés de la deuda-crecimiento del PIB) en (t) x deuda en (t-1)-saldo primario en (t),*

donde (t) es el año corriente y las variables fiscales se expresan en porcentajes del PIB. La expresión muestra que, para que la deuda no crezca, el tipo de interés real de la deuda debe ser menor que el crecimiento del PIB; si esto no fuera así, el saldo primario –es decir el saldo fiscal, excluyendo los pagos por servicio de la deuda– debería ser de una magnitud suficiente para contrarrestar el primer factor.

Como consecuencia de la crisis, casi todos los elementos que conforman esta evolución han empeorado radicalmente en las economías desarrolladas, configurando una dinámica explosiva: el incremento de la deuda se ha conjugado con el desplome de la actividad y con un drástico deterioro del saldo primario, de un orden similar al del saldo total, que se acaba de describir en el epígrafe anterior. El único elemento que no ha evolucionado en sentido negativo ha sido el tipo de interés o coste de

financiación de la deuda, que incluso se ha reducido en relación con los niveles previos a la crisis, en un contexto de incertidumbre de los agentes, en el que la demanda de papel público se ha incrementado notablemente, a lo que se ha añadido, en menor medida, la compra de deuda pública como parte del proceso de estabilización financiera. Aunque ciertamente la normalización económica y financiera tenderá a mejorar la dinámica de la deuda, será difícil revertir su evolución explosiva. Para aquilatar adecuadamente las perspectivas en este sentido, es conveniente analizar cada uno de los componentes de la ecuación anterior por separado.

Consideremos en primer lugar el coste de financiación de la deuda. En el período más reciente, los *tipos de interés*, tanto nominales como reales, de la deuda pública se han situado en niveles muy bajos, en un contexto de política monetaria extremadamente laxa, instrumentada como parte de la respuesta política a la crisis financiera. Además, los tipos de interés se han visto contenidos por la fuerte demanda de títulos públicos que se ha generado en el contexto de elevada incertidumbre y aversión al riesgo prevaleciente en la salida de la crisis. No obstante, a medida que la situación se normalice, es de esperar que la demanda se desplace hacia otros tipos de activos financieros, lo que, unido al volumen creciente de emisiones de deuda pública que se prevé para los próximos años, tenderá a presionar al alza los tipos de

interés y el coste de la financiación. La eventual normalización del tono de la política monetaria, una vez consolidada la recuperación de la demanda privada, también contribuirá a elevar los tipos<sup>7</sup>.

Aparte de estos factores de oferta y demanda, hay que tomar en cuenta consideraciones de riesgo. Aunque se podría argumentar que el riesgo soberano ha aumentado en todos los países, por la fragilidad de la situación fiscal y las dificultades percibidas para situar la deuda en una senda sostenible, en algunos países la percepción se está tornando más acusada y está llevando a fuertes ampliaciones del diferencial de tipos de interés que tienen que pagar esos países, en relación con aquellos otros percibidos como más seguros. Cabe esperar, por tanto, que se produzca una mayor diferenciación en el coste de financiación de la deuda, con un deterioro relativo más intenso en algunos países. En cualquier caso, es de esperar que en un horizonte de medio y largo plazo, los tipos de interés tiendan al alza.

El otro elemento del diferencial es el *crecimiento del PIB*. Aunque las previsiones apuntan a una recuperación progresiva de la economía mundial, es poco probable que sea robusta y sostenida. Por un lado, el sistema financiero está todavía en una situación de fragilidad y sujeto a incertidumbres importantes sobre la configuración futura de la regulación, lo que, en conjunto, limita su capacidad

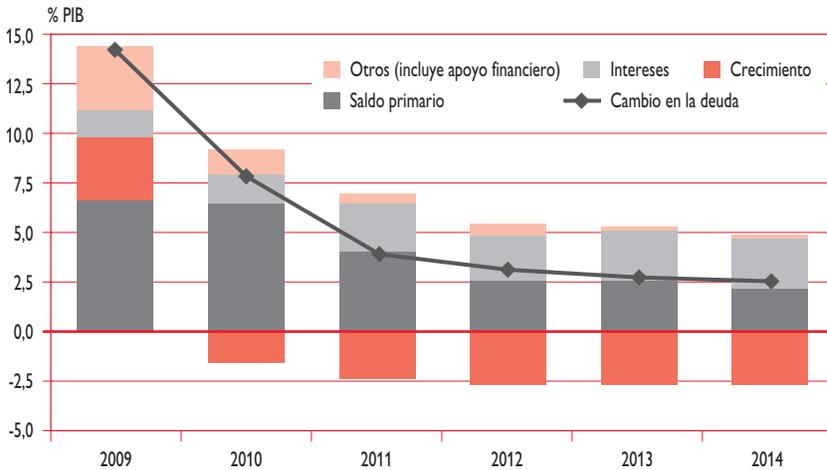
para financiar y sostener una recuperación robusta. Además, tras los excesos previos a la crisis y con unas expectativas económicas menos favorables, el proceso de desapalancamiento financiero de los agentes privados seguirá su curso de forma lenta, lo que, junto con la reducción del valor de sus activos, determinará el mantenimiento de tasas de ahorro privado elevadas por un período relativamente dilatado, y, en contrapartida, un menor consumo en relación con los niveles previos. La demanda de los hogares también se verá afectada de modo duradero por el impacto de la crisis sobre el empleo, cuyo ciclo de ajuste aún no ha concluido. Por último, resulta evidente que la demanda del sector público, temporalmente ampliada a través de los planes de estímulo fiscal, no podrá mantenerse en esos niveles y compensar la debilidad de la demanda privada de manera indefinida. Tampoco es posible, por definición, que la demanda externa sea la locomotora de todas las economías a escala global, aunque las economías emergentes –que han resistido mejor a la crisis– pudieran aportar más que en el pasado.

Por todos estos factores, el ritmo de reducción de las amplias brechas de producción –*output gap*, o diferencia entre el nivel del PIB actual y el potencial de una economía– abiertas tras la crisis será gradual. Además, es muy posible que el ritmo de crecimiento potencial de las economías desarrolladas se haya visto merma-

do, como se recogía en el gráfico 4, donde se sugiere una reducción de entre medio punto y un punto porcentual en el crecimiento potencial de la economía. Todo ello se debe traducir en un menor ritmo de crecimiento por un período dilatado de tiempo. Por el contrario, en las economías emergentes, donde el impacto sobre el sistema financiero y el empleo ha sido más reducido y transitorio, el crecimiento potencial apenas se ha reducido.

Las perspectivas de crecimiento también afectarán a la dinámica de la deuda a través del *saldo primario*. En efecto, aunque la esperada reactivación económica suponga un alivio sobre el déficit, a través de una recuperación de los ingresos públicos derivados del cierre paulatino de las brechas de producción y de la reducción de los gastos asociados a los estabilizadores automáticos, y finalicen los estímulos fiscales, la mejora del saldos primarios estructurales –es decir, una vez ajustados por la posición cíclica de la economía–, que son los relevantes en una perspectiva de medio y largo plazo, será limitada. La pérdida persistente de empleos tras la recesión no sólo supondrá una merma de los ingresos fiscales, sino el mantenimiento de un elevado gasto en prestaciones en muchos países. Además, otros componentes estructurales presionarán al alza el gasto, como los relacionados con las pensiones y la salud, que se irán incrementando progresivamente en los países avanzados, como consecuencia del envejecimiento de la población.

Gráfico 9  
Dinámica de la deuda en el G-20



Fuente: FMI, "The State of Public Finances".

El último factor de la ecuación es la *ratio inicial de deuda*. Como se pone de manifiesto en el gráfico 2, la situación de las diferentes economías desarrolladas a este respecto es muy diferente, abarcando posiciones tan dispares como la de España, que partía con un ratio de deuda bruta en torno al 40% del PIB, en 2008, y la de Japón, con un stock de deuda próximo al 200% del PIB. Naturalmente, estas diferencias deben quedar matizadas por otros factores. Así, la deuda neta es en algunos casos muy inferior a la bruta, como sucede en el propio Japón; la dependencia del ahorro exterior para financiar la deuda es sin duda otro aspecto relevante. En cualquier caso, estas diferencias

son importantes sobre todo en el momento actual, porque pueden brindar cierto margen de maniobra y mitigar el deterioro de las perspectivas fiscales en los países donde el nivel de partida es reducido.

La conjunción de todos los elementos da lugar a una proyección ascendente de la senda de deuda pública en las economías desarrolladas, incluso si se recupera la actividad. El gráfico 9 muestra el incremento de la ratio deuda/PIB y de sus principales componentes entre 2009 y 2014, para el conjunto de estas economías, según las últimas proyecciones del FMI. Como puede observarse, la deuda sigue incrementándose, aunque a ritmos cada vez

menores, en el horizonte de proyección. Por componentes, se observa que a este aumento contribuye principalmente la persistencia de un saldo primario negativo –que incluye las previsiones de gasto social para los próximos años–, mientras que las contribuciones de crecimiento del PIB y de tipo de interés prácticamente se compensan. Los costes asociados a los planes de apoyo al sector financiero, que añaden unos 3 p.p. en 2009, pierden importancia paulatinamente.

Evidentemente, estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos al alza y a la baja. Entre los primeros, puede apuntarse que las proyecciones del coste de financiación no tienen en cuenta suficientemente la posibilidad de una prima de riesgo creciente, debida a la percepción de fragilidad de las cuentas fiscales, o la posibilidad de que la recuperación sea menos intensa, requiriendo una prolongación de los estímulos fiscales. Entre los riesgos a la baja, cabe mencionar que es posible que el coste financiero de la crisis sea menor que el anticipado, si sigue el ritmo de mejoría del sistema financiero observado en los últimos meses y continúan las devoluciones de los apoyos financieros.

Con independencia de estos riesgos, los altos niveles de déficit y deuda que se proyectan y, en especial, la senda ascendente del endeudamiento público en el medio plazo, hacen de la consolidación fiscal y del retorno a una senda sostenible de las finanzas públicas

una de las prioridades de la política económica –quizás la más importante– para los próximos años. Hay tres cuestiones principales a plantear respecto a la consolidación fiscal: cuál es la magnitud de la consolidación necesaria, cómo hacerla y a qué ritmo abordarla. La experiencia de consolidaciones pasadas puede ayudar a responder a estas cuestiones y también a poner la situación actual en perspectiva. El FMI y la OCDE han analizado estos procesos durante las últimas décadas<sup>8</sup>.

La magnitud de la consolidación necesaria dependerá principalmente de la ratio de deuda de partida y de cómo evolucionen el resto de variables que gobiernan la dinámica. Como se ha argumentado, ni el punto de partida –en la mayor parte de los casos– ni las perspectivas son favorables, por lo que no bastará sólo con estabilizar la deuda en las ratios actuales, sino que ésta debería retornar a una ratio más reducida. En este contexto, el objetivo de revertir la ratio de deuda al 60% del PIB puede constituir una referencia válida.

Respecto a cómo realizar la consolidación fiscal, las experiencias históricas analizadas por el FMI muestran que, de forma general, el principal factor detrás de la reducción de la ratio de deuda ha sido siempre la mejora del saldo primario estructural, que en todos los casos analizados pasó a registrar un superávit. La contribución del diferencial entre coste de financiación y crecimiento –el término entre paréntesis en la ecuación de dinámica de la deuda– sólo llegó a ser

favorable en aquellos países que estaban experimentando un proceso de convergencia, como sucedió con España e Irlanda en las experiencias de consolidación que llevaron a cabo en la última década, cuando se beneficiaron de la intensa reducción de los tipos de interés de su deuda, en el contexto del proceso de convergencia con los países del núcleo europeo. En ausencia de este tipo de condicionamientos, cabe esperar que ni el crecimiento ni el coste de financiación –al menos tomados en conjunto– contribuyan de manera significativa al actual proceso de consolidación. Sólo una reducción genuina del desequilibrio fiscal –es decir, una mejora del saldo primario estructural– será suficiente para producir el ajuste buscado y, por tanto, ésta debe ser la vía que concentre los esfuerzos de las autoridades.

Por último, en cuanto al ritmo al que se debería realizar la consolidación fiscal, cabe hacer varias consideraciones. Dada la gravedad de la situación y las perspectivas de rápido deterioro, hay argumentos claros para pensar que un ajuste fiscal rápido e intenso, que devuelva a las finanzas públicas a una senda sostenible en el menor plazo posible, sería la estrategia más adecuada. Además, como el ejemplo reciente de Grecia demuestra, los mercados tienen una sensibilidad creciente ante la situación de las finanzas públicas, que podría llevar a una repentina materialización de los riesgos asociados con la refinanciación de la deuda, exigiendo ajustes fiscales draconianos para evitar una crisis fiscal. La posibilidad de un

repunte de los tipos a largo plazo –en un contexto de mayor apetito por el riesgo, reducción de los programas de compras de deuda pública y mayor sensibilidad de los mercados ante la situación fiscal– abundaría el sentido de urgencia en la consolidación.

Frente a estos argumentos, también los hay para apoyar un enfoque más gradual. El primero, más coyuntural, es la fragilidad de la recuperación que está experimentando la economía global. Las bases de esa recuperación y los niveles de confianza siguen siendo débiles y, como se ha señalado, los mecanismos que tienden a limitar la robustez del proceso –alto desempleo, escasa disponibilidad de crédito, desapalancamiento– siguen actuando. Una restricción fiscal súbita, que primara la rapidez en la consolidación fiscal, aumentaría el riesgo de debilitar tanto la actividad como el sistema financiero y, en definitiva, la confianza, cuya mejora es clave para reconducir la situación. El segundo argumento arranca de las experiencias pasadas con los procesos de consolidación. Así, en algunos casos de crisis económicas profundas –como en Japón en los años noventa–, la reversión prematura del impulso fiscal hizo descarrilar la salida de la crisis. Más en general, la OCDE muestra que una estrategia de consolidación prolongada y, en promedio, menos intensa, es más efectiva, respaldando, en cierto modo, la superioridad de un enfoque gradualista<sup>9</sup>.

Un modo de conciliar la urgencia de una consolidación fiscal creíble con las ventajas de

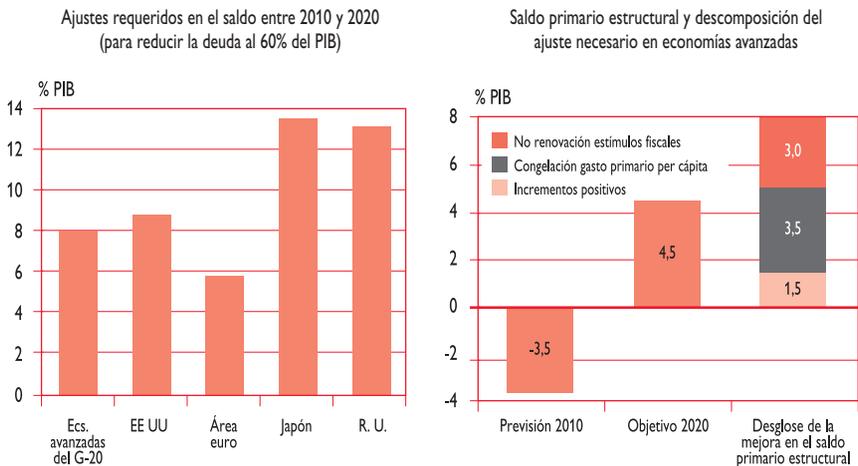
un enfoque más gradual es establecer una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo, y comprometerse con ella lo antes posible, sin que necesariamente tenga que instrumentarse de un modo inmediato. Un mecanismo de este tipo existe en el ámbito de la Unión Europea, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por el cual los países se comprometen a realizar programas de ajuste que sitúan el déficit por debajo del 3%, en un plazo definido (2013, para la mayoría de los países). En otros casos, como Estados Unidos, se han conjugado mensajes de apoyo fiscal por tiempo indefinido con compromisos de consolidación a más largo plazo; en Reino Unido, el paquete de

estímulo fiscal contaba desde el principio con fórmulas de reversión que se instrumentarán ya en 2010.

El propio FMI propone un ejemplo de estrategia gradual de consolidación fiscal en el contexto del análisis mencionado antes. Para ello, establece como objetivo de referencia el reducir las ratios de deuda en las economías avanzadas hasta el 60% –una ratio menor que la de partida para muchos países– en el horizonte de 2030. El ajuste en sí empezaría en 2011 y se prolongaría por diez años. Asumiendo una diferencia positiva entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento –es decir, que este factor tiende a incrementar la deuda–, la mejora del saldo

Gráfico 10

Consolidación fiscal: magnitud y composición



Fuente: FMI, "The State of Public Finances" de octubre de 2009.

primario estructural a conseguir en esos diez años y que permitiría reconducir el ratio de deuda hacia el objetivo es de ocho puntos porcentuales del PIB para el conjunto de las economías desarrolladas, pasando de un déficit de -3,5% a un superávit del 4,5% (véase el gráfico 10), es decir, una mejora promedio del saldo fiscal de un punto porcentual al año, una vez descontado el componente cíclico. Según el análisis, para alcanzar esta notable consolidación fiscal habría que acudir a una combinación de medidas: la expiración de los estímulos fiscales en vigor en 2010 (1,5 p.p.), la congelación del gasto primario en términos reales (3,5 p.p.) e incrementos en la recaudación de 3 p.p. Además, sería preciso contrarrestar entre 3 y 4 p.p. del PIB de crecimiento tendencial del gasto en pensiones y salud, por lo que los ajustes en las políticas relacionadas con el envejecimiento aparecen como inevitables.

El ejercicio del FMI no es más específico sobre cómo instrumentar los recortes del gasto o el incremento de los ingresos. Aunque las cifras parecen asequibles, en la práctica su consecución se enfrenta a fuertes resistencias por parte de los sectores perjudicados, por lo que es difícil identificar cómo limitar el gasto o incrementar los ingresos en el contexto actual.

Por este motivo, el apoyo de las políticas estructurales a la estrategia de consolidación fiscal es fundamental. Por un lado, en países como España, reformas en profundidad de los mercados de trabajo, servicios y productos pue-

den incrementar el crecimiento potencial, negativamente afectado por el impacto de la crisis. Por otro lado, algunas de esas políticas, en particular la laboral, contribuirían a ampliar la base recaudatoria y a reducir el carácter procíclico de los ingresos –por ejemplo a través de una tasa de empleo más elevada y estable–. Sin duda, las reformas estructurales también son difíciles de llevar a la práctica. Sin embargo, en el pasado se ha demostrado que, en contra de lo que en principio parecería razonable, este tipo de reformas son más factibles de introducir en períodos de dificultad económica, porque la concienciación sobre la gravedad de la situación puede facilitar el consenso y compromiso entre los agentes implicados.

#### **IV. Interacción entre política monetaria y política fiscal**

La respuesta de política económica a la crisis se ha beneficiado de una estrecha coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales, que han tratado de maximizar la capacidad estabilizadora del sector público en circunstancias tan excepcionales. Esta estrecha colaboración ha llevado a que, en algunos casos, la frontera entre el dominio de actuación de las distintas instituciones se haya difuminado notablemente. En el proceso de salida de la crisis, los bancos centrales y los Tesoros de estos países tendrán que reasumir, también, sus ámbitos de actuación.

En particular, la política monetaria se enfrenta al reto de normalizar su marco de actuación, tras un período en el que las políticas no convencionales han dominado su estrategia, y reafirmar su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios, en un contexto en el que la grave situación fiscal podría dar pie a tensiones institucionales.

En efecto, la formidable tarea que tienen por delante las autoridades fiscales podría llevar a la tentación de acudir a la inflación como mecanismo de ajuste en la reducción de la ratio de deuda. Las dificultades políticas –y técnicas– de poner en marcha el ajuste fiscal exigido o de llevar a cabo las reformas estructurales que permitan aumentar el crecimiento a medio plazo pueden llevar a intentar diluir el elevado nivel de deuda a través de un proceso inflacionista que, en la medida en que no se incorporase en las expectativas de inflación, podría ser efectivo en el corto plazo. De hecho algunos académicos bastante respetados han propuesto una estrategia de mayor inflación como parte del paquete de consolidación. Por ejemplo, Rogoff sugirió una inflación del 6% durante unos –pocos– años. Algunas simulaciones mecánicas realizadas por el FMI ponen de manifiesto que las ganancias en términos de reducción del ratio de deuda obtenidas por esta vía serían reducidas, aunque no insignificantes: una inflación del 6% –como sugiere Rogoff– durante cinco años reduciría en un máximo de 9 puntos de PIB la deuda, es

decir, menos de un cuarto del incremento esperado.

El posible “beneficio” de una mayor inflación debe ser comparado con los costes y riesgos asociados a esta estrategia. Por un lado, una mayor inflación sería incorporada en las expectativas de los agentes, con lo que se trasladaría a una mayor inflación futura y a los tipos de interés de la deuda que, además, incorporarían una prima adicional por inflación, de forma que los tipos de interés reales podrían ser permanentemente más elevados. Por otro lado, la monetización de la deuda supondría el paso –aunque sea de un modo transitorio– hacia un régimen de dominación fiscal sobre la política monetaria, en el que los objetivos de estabilidad de precios quedan supeditados a la reducción del ratio de deuda. Dicho de otro modo, el banco central perdería el control de la tasa de inflación y por lo tanto su credibilidad anti-inflacionista.

La posibilidad de utilizar la inflación como mecanismo de ajuste fiscal sólo puede plantearse en un entorno institucional en el que la independencia del banco central pueda ser puesta en cuestión. En este sentido, cabe señalar, en general, que los países desarrollados –y crecientemente los emergentes– han llevado a cabo marcos de actuación para la política monetaria que refuerzan la independencia del banco central. En el caso de la zona euro, la cesión de la soberanía monetaria de los países miembros al Eurosistema, con un mandato

claro de garantizar la estabilidad de precios, hace virtualmente imposible que dichos países puedan contar con la inflación como elemento de ajuste de la situación fiscal, sin romper el marco institucional vigente. En definitiva, utilizar la inflación para reconducir la situación fiscal no sólo es muy difícil en el entorno institucional en el que operan los bancos centrales, sino que se correría un elevado riesgo de perder los progresos que se han logrado en las últimas tres décadas, en términos de estabilidad de precios.

Al margen de los posibles incentivos para generar inflación, otro punto de interacción entre el ajuste fiscal y la política monetaria es el de la secuencia y la intensidad de la salida del formidable impulso impartido por las políticas macroeconómicas a la economía mundial, para evitar el escenario de colapso económico y financiero. La retirada de los impulsos monetarios y fiscales –y financieros– ha de hacerse de forma coordinada, buscando el difícil punto de equilibrio entre no retirar el apoyo antes de que se haya producido la recuperación autosostenida de la demanda privada, y no mantenerlo más allá de lo necesario, con el consiguiente riesgo de pérdida adicional de sostenibilidad en las finanzas públicas, de desanclaje de las expectativas de inflación y de generación de posibles burbujas de activos.

La situación de las finanzas públicas aconseja que una vez que la dinámica de la demanda privada haya ganado firmeza, la retirada se

inicie por la política fiscal, pudiendo la política monetaria modular con más flexibilidad la retirada del estímulo monetario –siempre que el objetivo de estabilidad de precios esté bajo control– pues, en principio, es más fácil de manejar y conlleva relativamente menos riesgos de largo plazo en caso de retirada tardía. Desde otro punto de vista, el mantenimiento de un contexto de tipos de interés reducidos por más tiempo puede también ser beneficioso para la recuperación del sistema financiero. En este marco, una excesiva tardanza en iniciar el ajuste fiscal tendría el riesgo de terminar desanclando las expectativas de inflación, obligando a una salida más rápida e intensa de la política monetaria, que no sólo devolvería a la economía a una situación recesiva, sino que tendría consecuencias negativas añadidas sobre la situación fiscal, en términos de mayor coste de financiación.

En todo caso, aun cuando el ajuste de la política fiscal expansiva se haga con una secuencia correcta, facilitando una retirada gradual del impulso de la política monetaria, la retirada de esta última se verá afectada por la situación fiscal, y las autoridades fiscales tendrán, a su vez, que acomodar las implicaciones de la mayor restricción monetaria. En particular, la subida de tipos de interés y la absorción de la liquidez excedente –que puede incluir la venta de deuda pública adquirida por algunos bancos centrales en el período de crisis– supondrán un encarecimiento del

coste de financiación del sector público más o menos intenso. Evidentemente, estas circunstancias podrían generar tensiones entre las autoridades fiscales y monetarias e influir en la formación de expectativas. La lectura que los mercados financieros hagan de estos desarrollos, en términos de la sostenibilidad de la situación fiscal, constituye un elemento de riesgo a tener en cuenta.

## V. Conclusiones

La crisis financiera ha resultado en un deterioro muy intenso de la situación fiscal, consecuencia tanto de la necesaria reacción de soporte de las políticas económicas como del impacto de la crisis sobre la actividad económica, que va más allá de un mero efecto cíclico. Este deterioro de la situación fiscal tiene un componente estructural importante y ha situado a la deuda de la mayor parte de las economías desarrolladas en una senda insostenible a largo plazo.

Aunque la recuperación económica pueda aliviar en cierta medida los déficits fiscales, éstos se mantendrán en niveles muy elevados en los próximos años y la deuda de las economías desarrolladas superará con creces el valor de su PIB agregado, un hecho insólito por su magnitud y generalización. En este contexto, la consolidación fiscal se presenta como uno de los desafíos más importantes de la política económica en los próximos años.

En principio, sería conveniente que el impulso fiscal se prolongara hasta que la recuperación se asiente. Una retirada temprana, antes de que la demanda interna privada haya tomado el relevo de forma sostenible, tendría consecuencias muy negativas sobre la recuperación y podría resultar en un deterioro adicional de la situación fiscal –y financiera– por esa vía. Sin embargo, el impulso fiscal sólo será efectivo en la medida en que los mercados mantengan la confianza en el eventual retorno a una situación de sostenibilidad de las finanzas públicas, definida en términos de una dinámica acotada de la deuda. En caso contrario, las presiones al alza sobre los costes de financiación de la economía, a través de las primas de riesgo, neutralizarían el efecto del estímulo fiscal. Por lo tanto, la garantía de sostenibilidad debe ser prioritaria e instrumentarse lo antes posible, a través de planes de consolidación fiscal creíbles y bien estructurados.

En el ámbito estrictamente fiscal, el retorno a una senda de deuda sostenible requerirá no sólo la reversión del impulso fiscal ya impartido, sino ajustes presupuestarios sustanciales que conlleven recortes o congelaciones del gasto primario y aumentos de impuestos. Estos ajustes tendrán que incluir asimismo cambios en los compromisos de largo plazo del gasto en pensiones y sanidad, que frenen el crecimiento tendencial del déficit derivado del envejecimiento de la población en las economías

desarrolladas, bajo los esquemas de prestaciones actualmente vigentes.

Pero todos estos esfuerzos pueden ser insuficientes, o excesivamente costosos, para mitigar la dinámica negativa de la deuda si las economías no logran restablecer una tasa de crecimiento sostenible lo suficientemente robusta. Las reformas estructurales que permitan fomentar un mayor crecimiento potencial se presentan, por tanto, como un ingrediente indispensable de los planes de consolidación. Aunque en cada país se requieren diferentes reformas, en nuestro ámbito más cercano las relacionadas con el mercado laboral y la competitividad del sector servicios aparecen como las más deseables.

Dada la necesidad de mantener el tono fiscal expansivo por un tiempo adicional y, al mismo tiempo, reforzar la credibilidad de las finanzas públicas, es preciso establecer una secuencia bien diseñada en los planes de consolidación. Estos planes de ajuste presupuestario corriente deberían anunciarse lo antes posible, aunque su implementación se retrasara hasta que las circunstancias lo requirieran. Por el contrario, las reformas de los programas de gasto a más largo plazo, como pensiones o sanidad, y otras reformas estructurales más allá del ámbito fiscal, deberían introducirse lo antes posible. Esta prioridad no sólo se deriva del impacto positivo que tendrían sobre la credibilidad de las finanzas públicas, sino de la percepción de gravedad de la situación en amplios

estratos de la sociedad, que puede servir para catalizar el consenso respecto a unas reformas que, políticamente, pueden ser difíciles de llevar a cabo.

Otro elemento importante en la estrategia de salida en política fiscal será la interacción con la política monetaria. Las autoridades monetarias tienen como principal reto reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios, tras un período en el que su actuación en algunos países ha estado dominada por el apoyo al sistema financiero, y muy estrechamente vinculada a la actuación de las autoridades fiscales y financieras. En este contexto, se podrían producir tensiones y presiones institucionales, con efectos negativos sobre su credibilidad y las expectativas de los agentes.

Por último, dado el carácter global de la crisis, otro aspecto fundamental para facilitar una salida ordenada es la cooperación internacional, que debería reflejarse en políticas macroeconómicas consistentes a escala global, y en la puesta en marcha de reformas regulatorias globales que favorezcan un funcionamiento más estable del sistema financiero internacional.

## Referencias bibliográficas

- Alberola, E. y F. Gutiérrez del Arroyo (2009): *Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global*, Boletín Económico, Banco de España, mayo.
- Comisión Europea (2009): "Public Finances in EMU", *European Economy*, nº 5.
- Cotarelli, C. y J. Viñals (2009): *A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies*, Staff Policy Notes, 09/22.
- FMI (2009): *The State of Public Finances*, Staff Position Note, varios números.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008): *Systemic Banking Crises*, WP 08/224, FMI.
- OCDE (2007): "Fiscal Consolidation. Lessons from Past Experience", cap. 4, *Economic Outlook*, nº 81.

## Notas

- 1 A lo largo del artículo se usan indistintamente las expresiones “economías desarrolladas” y “economías avanzadas”. Los datos para este grupo de países están calculados para un agregado que incluye: Estados Unidos, Reino Unido, zona euro (ya sea entera o las cuatro principales economías que la forman: Alemania, Francia, Italia y España) y Japón.
- 2 El producto potencial es el nivel máximo de actividad que se puede alcanzar en una economía sin generar presiones inflacionistas, dados sus factores de producción y restricciones institucionales.
- 3 El conjunto de países considerado se aproxima al G-20, pero difiere de éste: por un lado, incluye a todos los países de la zona euro (entre ellos España), aunque sólo Francia, Alemania e Italia pertenecen al G-20; por otro, entre los emergentes, sólo incluye a los BRIC –Brasil, Rusia, India y China–. Las economías del G-20 que quedan fuera son: Australia, Corea, Sudáfrica, Turquía, Indonesia, Arabia Saudí, México y Argentina.
- 4 Las cifras están calculadas a partir de los cómputos de distintas instituciones como el FMI –en su publicación *The State of Public Finances*– y la Comisión Europea, y la información más reciente de los principales países, homogeneizadas bajo criterios comunes; son una actualización de las que aparecen en Alberola y Gutiérrez del Arroyo (2009).
- 5 Las garantías a los depósitos bancarios, aunque generalizadas, no se han incluido por la dificultad de cómputo y de comparación entre países.
- 6 En las emergentes, el utilizado es prácticamente el comprometido, debido al predominio del apoyo de los bancos centrales.
- 7 Por el contrario, los cambios en la regulación de las instituciones financieras que se van a introducir en los próximos años, en el contexto del

mandato del G-20 para reforzar la solidez y la solvencia de estas instituciones, pueden facilitar una mayor colocación de papel público en los mercados. En concreto, el establecimiento de ratios de liquidez supondría una mayor demanda estructural de bonos públicos.

- 8 Véanse Cotarelli y Viñals (2009) y OCDE (2007).
- 9 Las estrategias exitosas de consolidación son el doble de largas que la mediana y requieren 0,75 pp de ajuste fiscal adicional, es decir sólo un tercio más que la mediana de la muestra analizada por la OCDE.



## Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina

### Resumen:

La hipótesis que motiva el trabajo es que en América Latina la política fiscal de estabilización es mucho más que la política anticíclica debido a que, además de las fluctuaciones cíclicas habituales, se producen con frecuencia choques “excepcionales”. Para mostrar la relevancia empírica de esta cuestión, el trabajo comienza pasando revista de los hechos estilizados sobre volatilidad en la región. Luego se argumenta que la volatilidad excesiva requiere de iniciativas discrecionales de ajuste y no sólo estrictamente anticíclicas y que ello puede ser fuente de fallas de diseño y coordinación entre políticas. A los efectos de contar con un marco para analizar estas fallas se presenta y analiza la noción de *espacio fiscal*. Un propósito central es dar una visión *sistémica* de cómo los distintos tipos de política de estabilización compiten entre sí y con otras políticas fiscales para apropiarse de los instrumentos y recursos disponibles dentro del espacio de política. Para mostrar la noción de espacio fiscal en acción, se la aplica al caso de dos choques que han jugado un papel crítico en las crisis de América Latina: los choques de comercio exógenos y los frenos súbitos en la entrada de capitales. Finalmente, se extraen conclusiones con el foco puesto en los dilemas de política fiscal y los problemas de coordinación y competencia con otras políticas.

### *Palabras clave:*

política fiscal, espacio fiscal, estabilización macroeconómica, volatilidad

### Abstract:

The main hypothesis of this paper is the following: In Latin America, fiscal stabilization policies embrace much more than just anti-cyclical measures. The main cause is the frequent occurrence of “exceptional” shocks. To show the empirical relevance of this question, the paper reviews the stylized facts on volatility in the region. Based on these stylized facts, we argue that excessive volatility typically calls for discretionary fiscal measures aimed at stabilizing the economy and that this is

a source of policy design and coordination failures. We then present and develop the notion of “*fiscal space*”. It is intended to provide a framework for analyzing the way in which different policies compete for available resources and instruments. We apply the notion of fiscal space to the analysis of two shocks that are key to the region: trade shocks and sudden stops. Finally, the paper draws conclusions on policy dilemmas and coordination failures associated with those fiscal policies that are more relevant to Latin America.

*Key words:*

fiscal policy, fiscal space, macroeconomic stabilization, volatility

## Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina\*

### I. Introducción

En la actualidad, una gran cantidad de países están utilizando políticas fiscales discrecionales con el objetivo de estabilizar las fluctuaciones macroeconómicas. Si bien es cierto que esto fue motivado por la necesidad de dar respuesta a la aguda recesión global que siguió a la crisis financiera, lo cierto es que la intensidad y decisión con que la política fiscal discrecional está siendo utilizada en los países desarrollados no deja de sorprender. Sobre todo, por el contraste con lo que venía ocurriendo en esos países durante la “segunda globalización”. En ese período, en el contexto de una “gran moderación” del ciclo, la política fiscal discrecional perdió prestigio y la monetaria ocupó el centro de la escena. Los factores fiscales solo cumplían un

rol macroeconómico a través de los estabilizadores automáticos (véase Auerbach, 2002). El contraste entre el presente y el pasado, no obstante, no es tan marcado en el caso de América Latina. Como en la región el ciclo estuvo lejos de moderarse durante la segunda globalización, la preocupación sobre la política fiscal y su sostenibilidad nunca perdieron fuerza. En realidad, probablemente gracias a este hecho, en el momento de desatarse la crisis no eran pocos los países de la región que mostraban avances importantes en el plano fiscal. En el período 2003-2008 una particular combinación de escenario internacional más favorable y manejo más prudente de política macroeconómica derivó en una reducción de los niveles de endeudamiento público con la consiguiente ampliación del “espacio fiscal” en la mayoría

\* Los autores agradecen la colaboración de Isabel López Azcúnaga.

de los países de América Latina. Como consecuencia, la región estaba en mejores condiciones que en el pasado a la hora de enfrentar la crisis desencadenada a mediados de 2008 (CEPAL, 2009).

En este contexto, la política fiscal en América Latina enfrenta un doble desafío. Por una parte, es necesario dar una respuesta a los nuevos retos asociados con la crisis que tomaron la forma de una sucesión de choques exógenos tanto comerciales como financieros; pero, por otra parte, se requiere dar esas respuestas sin poner en peligro los avances realizados en lo que hace a mejor manejo fiscal. Sin duda, esto requerirá de mucha reflexión sobre el diseño y la implementación de políticas fiscales en un contexto macroeconómico que puede ser muy volátil. El objetivo de este trabajo es contribuir a esa reflexión. El foco está puesto en la relación entre volatilidad macro y política fiscal, tomando en cuenta las lecciones que ha dejado la experiencia fiscal de América Latina.

El trabajo está estructurado como sigue. La sección II está destinada a discutir una hipótesis fundamental del trabajo: la experiencia latinoamericana indica que la política fiscal de estabilización es mucho más que la política anticíclica debido a que, además de las fluctuaciones cíclicas habituales, se producen con frecuencia choques “excepcionales”. Como se observa actualmente en los países industrializados, los choques excepcionales requieren de una batería

de acciones fiscales también excepcionales, de carácter discrecional. Para mostrar la relevancia empírica de esta cuestión se pasa revista de los hechos estilizados sobre volatilidad en la región. En función de estos hechos, se proponen ciertas precisiones conceptuales sobre las políticas fiscales estabilizadoras. Un argumento central es que la afirmación habitual de que “una función de la política fiscal es estabilizar el ciclo” –además de su función en la asignación y la distribución– esconde ambigüedades que llevan a interpretaciones muy diferentes del verbo “estabilizar”, según la situación relevante sea “normal” o “excepcional”. En la sección III se argumenta que esta ambigüedad se traduce en fallas tanto de diseño como de coordinación entre políticas. A los efectos de contar con un marco para analizar estas fallas se propone utilizar la noción de *espacio fiscal*. Un propósito central es dar una visión de equilibrio general –o, mejor, *sistémica*– de cómo los distintos tipos de políticas de estabilización compiten entre sí y con otras políticas fiscales para apropiarse de los instrumentos y recursos disponibles dentro del espacio de política. La sección IV está dedicada a ilustrar cómo puede utilizarse la noción de espacio fiscal en el caso de dos choques que han jugado un papel crítico en la crisis en el caso de América Latina: los choques de comercio exógenos y los frenos súbitos en la entrada de capitales. El foco está puesto en los dilemas de política fiscal y los problemas de coordinación de políticas. Por último, la sección V concluye el trabajo.

## II. Volatilidad y políticas fiscales: hechos estilizados y algunas precisiones

Nuestro primer paso será discutir los hechos estilizados de la volatilidad en la región para luego plantear precisiones conceptuales sobre políticas fiscales estabilizadoras.

### La volatilidad en América Latina

En los últimos años, el conocimiento sobre las fluctuaciones agregadas en la región ha mejorado. Entre los hallazgos de mayor relevancia para nuestro estudio cabe mencionar (véanse Fanelli y Jiménez, 2009 y CEPAL, 2008) los siguientes:

- En América Latina son frecuentes las perturbaciones que tienen efectos permanentes y no solo temporales sobre la economía. Las perturbaciones que inducen mutaciones permanentes se relacionan con episodios de crisis, cambios en la estructura económica (choques externos, institucionales) y perturbaciones aleatorias que influyen en la tendencia de largo plazo (CEPAL, 2008; Aguiar y Gopinath, 2004).
- La volatilidad macroeconómica es alta en la región y muy superior a la habitual en los países desarrollados. Medida en función de la varianza del crecimiento entre 1951 y 2008, la volatilidad es un 50% más alta en América Latina que en Europa y Estados Unidos.
- Existe evidencia de que esa mayor volatilidad tiene un efecto *per se* sobre el desempeño de la economía en lo relativo a crecimiento, suavización del consumo y vulnerabilidad de grupos específicos. En este sentido, el objetivo de reducir la porción excesiva de la volatilidad debería formar parte de las políticas destinadas a acelerar el crecimiento (CEPAL, 2008; Catão, 2007; Loayza y Hnatkovska, 2004).
- Los episodios de crisis son muy frecuentes y suelen ir acompañados de colapsos productivos o, como mínimo, de una interrupción de los procesos de aceleración del crecimiento (CEPAL, 2008; Goyal y Sahay, 2007).
- Los choques externos –cambios en las condiciones de acceso al financiamiento externo y en los términos de intercambio– están muy relacionados con las fluctuaciones macroeconómicas nacionales, tanto en lo que respecta a fluctuaciones normales como en lo vinculado a episodios excepcionales o de crisis (CEPAL, 2008; Edwards, 2007; Catão, 2007).
- Las reversiones súbitas de los flujos de capital asociadas con fenómenos de contagio suelen generar períodos de turbulencia que afectan a muchos países de la región de forma simultánea (Calvo y otros, 2006; Catão, 2007; Fanelli, 2008).

- Las fluctuaciones agregadas van acompañadas con frecuencia de cambios pronunciados en la sostenibilidad de las deudas pública y externa y en la fragilidad del sistema financiero (Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007).
- La reformulación de las estructuras de gobernanza (contratos, derechos de propiedad y regulaciones) habitualmente juega un papel importante en el proceso de ajuste posterior a la ocurrencia de una perturbación, sobre todo si la perturbación dio lugar a un colapso productivo o a una crisis. Las modificaciones en la gobernanza van desde cambios en la composición del gasto público y la reformulación de los contratos laborales y las reglas de distribución entre el gobierno central y los gobiernos subnacionales hasta el refinanciamiento de deudas y las reformas de las regulaciones bancarias, los movimientos de capital, el sistema provisional y la estructura tarifaria (CEPAL, 2008; Fanelli, 2007).

Este listado de hechos estilizados indica que el fenómeno de la volatilidad macroeconómica involucra una diversidad de fenómenos. Un punto a subrayar es que no toda fluctuación es negativa para el crecimiento, en la medida en que el riesgo es inherente a la actividad económica. El objetivo no es minimi-

zar las fluctuaciones sino solo eliminar o filtrar la porción de la volatilidad que resulta excesiva. Como identificar la porción excesiva de la volatilidad no es sencillo, si no se conoce con cierta precisión la naturaleza de la perturbación que generó la fluctuación y sus probables consecuencias, ello influirá en la calidad de las políticas. Por ejemplo, no podría esperarse que los mecanismos fiscales de estabilización automática que son útiles para suavizar choques transitorios tengan igual efecto cuando un choque es permanente; asimismo, ante un choque estructural positivo, empeñarse en reducir la volatilidad que naturalmente va asociada con los procesos de cambio estructural podría tener la consecuencia no deseada de abortar el crecimiento al erosionar los incentivos para tomar riesgo.

### **Políticas fiscales y filtrado de choques macroeconómicos**

En función de la complejidad que tiene el fenómeno de la volatilidad en América Latina, no sorprende que las políticas fiscales de estabilización que se implementan en la región rara vez tengan como único objetivo suavizar fluctuaciones temporales o “cíclicas” respecto de la tendencia. Son muy comunes políticas de estabilización que buscan objetivos como: garantizar la solvencia del sector público; reducir la inestabilidad para acelerar el crecimiento; conseguir el grado de inversión para garantizar el crédito externo; o eliminar el impuesto inflacio-

nario que es considerado regresivo y una rémora para la profundización financiera. Objetivos de política fiscal de este tipo, antes que a corregir desvíos de corto plazo respecto de una tendencia, se dirigen a influir sobre las variables que determinan la *tendencia* misma de la economía o a modificar senderos *explosivos*. Como sería erróneo clasificar como anticíclicas a políticas que tienen contenidos bastante distintos en términos de objetivos, instrumentos y demandas de coordinación con otras políticas, parece razonable hacer las precisiones conceptuales que siguen.

Si la política fiscal debe no solo suavizar el ciclo sino, también, garantizar la estabilidad y facilitar los ajustes asociados a procesos de cambio estructural irreversible, será necesario concebir las políticas fiscales de estabilización de una manera amplia, como el conjunto de políticas o mecanismos de *filtrado de fluctuaciones*. Este concepto es útil para enfatizar que la política fiscal debe contar con instrumentos para filtrar diferentes tipos de perturbaciones. En línea con esta visión, es aconsejable reservar la expresión "*política fiscal de estabilización*" para referirse a todo el conjunto de iniciativas destinadas a lidiar con las fluctuaciones agregadas. La política fiscal de estabilización, a su vez, involucraría las siguientes tres políticas fiscales:

- *Políticas anticíclicas* en sentido estricto; el objetivo es suavizar el ciclo, entendido

como un fenómeno estacionario que desvía a la economía de una tendencia dada.

- *Políticas de ajuste* macroeconómico que pueden tener como objetivo:

1. Manejar las consecuencias de choques permanentes o irreversibles.
2. Reducir la volatilidad de forma permanente porque se la considera en sí misma un freno al crecimiento.
3. Inducir la transición de la economía desde un equilibrio "malo" (trampa de bajo crecimiento; equilibrio con fallas en la acción colectiva) a otro considerado "superior". Implica sobre todo tareas de coordinación de decisiones de los agentes involucrados.

- *Políticas anticrisis*, cuyo objetivo puede ser corregir el rumbo de una economía que se encuentra, o amenaza con encontrarse, sobre un sendero inestable o corregir situaciones de inexistencia de equilibrio. En sentido estricto, la política anticrisis es un tipo de política de ajuste, pero dada su importancia se la ha clasificado como un tipo específico de política.

Hay tres precisiones adicionales que serán útiles. La primera es que, debido a la naturaleza misma de los problemas que debe atacar, cada una de esas políticas no solo requiere espacios

de política de tamaño diferente sino que también se aplica en contextos que, por sí mismos, afectan el tamaño de dicho espacio. La segunda precisión es que, además de las tres políticas ya mencionadas, existen otras de reforma estructural antivolatilidad que son de mucho más largo aliento y pueden tener objetivos de cambio en la estructura de la economía a los efectos de reducir la volatilidad en forma directa o aumentar los espacios de política. Son ejemplos de estas reformas las medidas para aumentar la diversificación del comercio con el propósito de reducir la exposición a los choques de términos de intercambio, acrecentar la apertura comercial como forma de alinear la economía con la inflación internacional, lograr un mayor desarrollo financiero para generar más independencia entre la política fiscal y la monetaria o reformar las instituciones económicas para reducir la volatilidad macroeconómica mediante la extensión de la duración de los contratos. La última precisión es que esta clasificación solo pretende poner orden en el análisis y no pautar líneas excesivamente marcadas entre cada tipo de política. Por ejemplo, es difícil separar las políticas de ajuste de las de reforma estructural o aquéllas de las políticas anticrisis. Esto último es particularmente cierto si se toma en cuenta que muchas veces los gobiernos aprovechan los espacios de autonomía que genera una crisis desde el punto de vista de la economía política –al atemperar, a veces, las demandas de grupos de interés– para introducir reformas que habían sido resistidas en épocas normales.

### III. Espacio de política fiscal

El espacio fiscal puede concebirse como el “lugar” del diseño, la coordinación e implementación de los tres tipos de política fiscal que se han identificado como necesarias para realizar la función de filtrado de choques macroeconómicos: la anticíclica, de ajuste y anticrisis. Para definir las dimensiones del espacio hay tres elementos centrales: por un lado, el *régimen de políticas públicas* en que se inserta la política fiscal estabilizadora y, por otro, las restricciones de *recursos* y *organizacionales* del sector público. Por supuesto, estos elementos están insertos en –y en gran medida determinados por– una determinada situación de economía política. Es decir, una situación específica que exhibe una cierta combinación de factores estructurales como el grado de desarrollo, la forma de inserción de la economía en el mundo, las especificidades institucionales y la distribución de la riqueza y el poder político. Estos factores son también los que determinan los tipos de choque, tanto transitorio como permanente, que la política fiscal deberá filtrar utilizando el espacio fiscal disponible. En lo que resta de la sección analizamos los tres elementos que delimitan el espacio fiscal, así como la relación entre régimen de políticas y espacio fiscal, que es central para entender la forma en que se da la competencia y la coordinación entre políticas, en términos de objetivos e instrumentos.

### Régimen de políticas y espacio fiscal

La noción de espacio fiscal gana importancia cuando se considera que la política fiscal de estabilización está inserta en un régimen más amplio de políticas públicas. El régimen de políticas públicas es el conjunto de reglas de juego cuyo objeto es coordinar objetivos e instrumentos y brindar los incentivos y la información necesarios –tanto a los entes públicos a cargo de la política como al sector privado y el resto del mundo– para la implementación de las políticas fiscales y su coordinación con el resto de las políticas. Las reglas pueden revestir diferente grado de explicitación y formalidad. Cuanto mejor esté diseñado el régimen y más consistente sea la aplicación efectiva de las reglas de juego que lo conforman, mayor será la probabilidad de que el resultado de la aplicación de las políticas coincida con lo buscado por la autoridad.

Si bien un propósito central del régimen de políticas es hacer consistentes los objetivos y garantizar su cumplimiento, los resultados efectivamente observados no dependen sólo de las reglas sino también de las prácticas y las presiones políticas de diversos grupos de interés, que pueden incluso capturar segmentos específicos de la burocracia pública e imponerles una agenda propia.

En relación con esto, es necesario considerar que la región es una de las zonas más desiguales del mundo en términos distributivos y, además, tiene una importante proporción de

la población que vive debajo de las líneas de pobreza e indigencia. Esta característica genera dos tipos de problemas para la política fiscal. Por una parte, la distribución desigual de la riqueza crea asimetría de poder en cuanto a capacidad para influir en las políticas públicas. Por otra, influye sobre la función objetivo de la política fiscal y sobre los instrumentos. Por ejemplo, la noción de vulnerabilidad cobra mucha más importancia cuando una gran parte de la población es vulnerable a caer en la indigencia o la pobreza.

### Restricciones al espacio fiscal: la calidad de la organización del sector público

Los objetivos, su ponderación relativa y la forma e intensidad en el uso de los instrumentos en principio están fijados por la estructura política y las autoridades económicas. Sin embargo, los objetivos son mediados –y probablemente modificados parcialmente– por las organizaciones del Estado que están a cargo de la aplicación de las normas y la utilización de los instrumentos que buscan cumplir los objetivos. Además, si existe captura de segmentos públicos por intereses particulares, las decisiones en base a agenda propia de ciertos organismos no solo utilizarán recursos públicos sino que, además, generarán efectos de derrame –externalidades– *entre* acciones de política *intra* sector público. Surgen así, en el proceso de delegación de autoridad y actividades los

problemas de agente/principal que son inherentes a toda organización. La discrepancia entre los objetivos y el resultado macroeconómico observado estará en función de la efectividad con que los agentes cumplan con las directivas de las autoridades fiscales. Dados los recursos disponibles, cuanto más eficiente sea la organización en términos de su capacidad de proveer incentivos correctos y de garantizar una comunicación fluida de la información, mayor será el espacio fiscal disponible. No obstante, en el caso de América Latina hay dos cuestiones que atentan contra la eficiencia organizativa del sector público. Por una parte, el nivel de eficiencia organizativa no es independiente de los recursos asignados para financiar el aparato burocrático y existen otros objetivos que compiten por tales recursos. Por otra, la alta volatilidad en sí misma es una restricción para la eficiencia: debido a la existencia de incertidumbre en la relación objetivos/instrumentos, siempre es difícil y costoso diferenciar entre mala praxis y mala "suerte"; pero cuando la volatilidad es alta ello es mucho más difícil. De aquí que sea importante identificar no solo el tamaño del espacio de política fiscal sino, también, las características y el funcionamiento de las organizaciones del sector público.

### **Restricciones al espacio fiscal: los recursos disponibles**

En la literatura más reciente la cuestión de la calidad institucional tendió a jugar un rol más

importante que la cuestión de la disponibilidad de recursos para llevar adelante la función de estabilización (Fanelli, 2009). Sin embargo, la experiencia de los países de la región muestra que la disponibilidad de recursos ha sido una importante restricción a la capacidad de los sectores públicos de generar espacio fiscal. Por ejemplo, muchas veces se llevaron a cabo reformas del sistema de seguridad social sin claras directivas respecto de cómo se financiarían los déficit asociados a esas reformas y ello terminó afectando la efectividad de las políticas de estabilización, como en el caso de Argentina.

La forma en que opera la restricción de recursos sobre el espacio de política depende de manera esencial de las características estructurales de la economía y América Latina no es la excepción. En el caso de la región, los determinantes centrales en lo que hace a restricción de recursos son el tamaño de la base imponible y el límite máximo de acceso a financiamiento. En este sentido, conviene destacar los siguientes puntos. En primer lugar, aunque hay excepciones destacadas, en promedio los países de la región recaudan poco, tanto en relación con sus necesidades como respecto a su grado de desarrollo (Gómez Sabaini y Jiménez, 2009). En segundo lugar, los ingresos tributarios son altamente volátiles. La volatilidad promedio de los ingresos tributarios en la región, medida por su desviación estándar, es casi tres veces mayor que en los países

desarrollados. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la volatilidad excesiva en los ingresos fiscales tiene un impacto mayor sobre los segmentos más vulnerables de la población, a través de las fluctuaciones del gasto público social. En tercer lugar, en un buen número de países la recaudación (y también el gasto, sobre todo en países importadores de energía) está muy influida por choques externos, lo cual limita severamente la capacidad para estabilizar cuando un choque internacional reduce al mismo tiempo la recaudación y el producto doméstico. Por supuesto, esto no sería un problema si el acceso a financiamiento no fuera influido por el ciclo. Pero, justamente, una última característica que debe subrayarse es el carácter fuertemente procíclico que registra el acceso al financiamiento por parte de los países de la región. Como se verá más adelante, gran parte de los *shocks* que ha sufrido la región en las últimas décadas ha tomado la forma de una interrupción súbita de los flujos de financiamiento.

### Espacio fiscal:

#### competencia y cooperación

El proceso de diseño, coordinación e implementación de iniciativas de política que tiene lugar dentro del espacio fiscal influye sobre la calidad de la gestión de la política y su efectividad para cumplir con las metas. De los resultados de ese proceso dependen la *ponderación* efectiva dada a cada objetivo y la

*apropiación* efectiva de los recursos disponibles y de los instrumentos que son necesarios para gestionar las políticas de filtrado de los choques macroeconómicos. Dentro de la visión de equilibrio general o sistémica de las políticas públicas que proponemos aquí, este proceso puede entenderse mejor si el espacio fiscal y la gestión se conciben en términos de conflicto de intereses y competencia entre políticas que deben ser coordinadas, más que como un proceso de diseño racional, realizado en función del bienestar general y la eficiencia en la gestión.

En cuanto a los resultados del proceso de diseño, coordinación e implementación dentro del espacio de políticas, es útil clasificarlos en tres categorías: cooperación, dominancia y crisis. El resultado es la *cooperación* cuando la autoridad a cargo de la política fiscal logra que todos los segmentos con autonomía para decidir y las funciones de preferencia propias internalicen los efectos de derrame de las acciones de cada ente y actor político sobre el resto; el máximo de eficacia en la implementación de la política fiscal, desde el punto de vista de la autoridad central, se logra si todos actúan como delegados ejecutores de las instrucciones de la autoridad a cargo de gestionar la política fiscal.

El resultado es la *dominancia* cuando la coordinación se logra dando a una política la prerrogativa de actuar primero; de actuar como líder. En esta alternativa, la política que

domina se asegura los recursos e instrumentos suficientes con preeminencia sobre el resto. Una solución de dominancia, no obstante, no garantiza que el líder –que juega primero– internalice los efectos de derrame de sus acciones ponderando los costos, en línea con lo que desea la sociedad en su conjunto. Por ejemplo, la dominancia monetaria podría tener costos importantes en términos distributivos o de crecimiento si obliga al sector público a salvaguardar su solvencia por la vía de recortes de gastos o aumentos de tributación, que se realizan más en función del poder político de los entes afectados que de la eficiencia o la equidad. El problema de esta solución a la cuestión de la coordinación es que su credibilidad puede ser difícil de garantizar. Si los efectos de derrame están muy desalineados con las preferencias de la sociedad o tiene efectos de desestabilización sobre la cuenta corriente o la deuda pública, la dominancia monetaria no será creíble: los agentes anticiparán que habrá un cambio de régimen a efectos de desactivar los mecanismos explosivos. Anticiparán, por ejemplo, que habrá un cambio hacia una situación de dominancia fiscal. Cuando esto ocurre, el resultado de la aplicación de la política pasa de la coordinación no cooperativa al desorden.

La situación de desorden o *crisis* es de no coordinación, de desequilibrio. Las decisiones de los entes y actores políticos con autonomía de decisión son inconsistentes y no pueden realizarse dentro del esquema de las reglas de

juego existente. Como estas situaciones no representan un equilibrio están destinadas a no durar; son “inestables” y típicamente se solucionan con cambios en las reglas de juego. Por ejemplo, ante una crisis financiera, la política fiscal pasa a jugar primero, suprimiendo el liderazgo que las reglas de juego pre-crisis le asignaban a la política monetaria.

En este punto es posible mostrar por qué, bajo ciertas circunstancias, la noción de vulnerabilidad puede jugar un papel determinante respecto del espacio fiscal. Vulnerabilidad significa peligro de extinción. Esto es, una situación en que la economía como un todo o, más realista-mente, un segmento esencial de ella (el sistema financiero, la solvencia pública) o un grupo políticamente clave (“los pobres”) enfrenta el peligro de perecer ante una situación de crisis, entendida ésta como una situación de desorden en la que el sistema en su conjunto no está en condiciones de llegar a un equilibrio por sí solo, dadas las reglas de juego. Además, cuando la política fiscal estabilizadora tiene por objetivo eliminar la vulnerabilidad, ello implicará cambios en las reglas de juego. Es decir, una política de ajuste y no una mera iniciativa anticíclica. Por definición, la vulnerabilidad es incompatible con las fluctuaciones estacionarias que se repiten a sí mismas; la “muerte” es irreversible. Así, cuando una política fiscal hace referencia a eliminar la vulnerabilidad como objetivo, ello implica que la política estabilizadora pasa del modo “anticíclico” al modo

“ajuste” y que, por ende, el espacio fiscal disponible para operar tendrá que ser transformado en consecuencia. Como en una situación de alta inestabilidad es difícil diseñar reglas de juego para lograr la coordinación por la vía cooperativa, el modo ajuste usualmente basa la coordinación en la dominancia, haciendo que las iniciativas anti-vulnerabilidad dominen al resto de las políticas. Esto es, otorgando preeminencia en el uso de instrumentos y recursos. Cuando el espacio fiscal se determina de esta forma, los cambios en el orden del juego y en las matrices de pago de los jugadores llevarán a resultados muy diferentes, haya o no cambios formales en los objetivos de política. Pasaremos ahora a analizar de forma más detallada ejemplos de cómo es la interacción entre choques y espacio fiscal en América Latina.

#### IV. Espacio fiscal y choques externos

En esta sección mostramos la conexión entre espacio de política fiscal y choques macroeconómicos. El examen se realiza para el caso concreto de dos choques: las interrupciones súbitas de los flujos de capital y los choques exógenos de comercio. Comenzamos describiendo brevemente la anatomía de estos dos choques en términos de sus efectos y los factores que determinan la vulnerabilidad de la economía a los mismos. Sobre esta base se

estudian luego las interacciones con el espacio fiscal. El propósito central es mostrar que el espacio de política fiscal no es independiente de las características del choque pues, por una parte, la vulnerabilidad de la economía a distintos tipos de choque difiere y, por otra, las variables clave del espacio –como los recursos e instrumentos disponibles y el grado de competencia de otras políticas– tampoco son invariantes al tipo de choque. En función de este análisis, la sección termina discutiendo los problemas de coordinación de políticas que plantean los choques excepcionales de comercio o financieros utilizando los conceptos de cooperación, dominancia y crisis ya estudiados.

#### Interrupciones súbitas de flujos de capital

##### *Características y efectos*

Para estilizar estas perturbaciones se recurrirá a los hechos que aparecen repetidamente en la literatura (véanse, por ejemplo, Calvo y otros, 2006; Kaminsky y otros, 2004; Bordo, 2006), que indican que se trata de un choque exógeno, asociado típicamente con fenómenos de contagio y de carácter excepcional, por lo que nos permitirá discutir la distinción entre políticas anticíclicas, de ajuste y anticrisis. Al afectar a todos los componentes del sistema bancario y de los mercados de capital, el choque tiene carácter sistémico. Según Calvo y otros (2006), dos características distintivas son el aumento

del premio de riesgo que debe pagar el país afectado y la caída de los flujos de capital. Como se puede ver en Fanelli y Jiménez (2009), ambos fenómenos están presentes en el período que siguió a la crisis en varios países de la región, aunque con menor intensidad de aumento en la prima de riesgo. Este efecto se hizo sentir más en los países más grandes, con mayor acceso a los mercados de capital. En los países más pequeños, la menor oferta de fondos del exterior toma sobre todo la forma de una caída de la inversión extranjera directa (IED), un evento muy relacionado con la mayor incertidumbre financiera y también con el choque de comercio.

Entre los principales efectos que la literatura asocia con la interrupción súbita deben resaltarse: la reversión de la cuenta corriente, la caída de la inversión y la depreciación real. La depreciación nominal es un instrumento importante para lograr esto último en países que cuentan con cierta autonomía monetaria. Por el contrario, en los países dolarizados como Ecuador o El Salvador, el cambio en los precios relativos solo puede tomar la forma de deflación de precios, un fenómeno que de por sí tiene la capacidad de provocar nuevos desequilibrios macroeconómicos, como lo sugiere la evidencia sobre Argentina durante la convertibilidad (Fanelli, 2008). Más allá de esto, es una regularidad establecida que las interrupciones súbitas generan caídas pronunciadas en la demanda de activos financie-

ros domésticos. Para suavizar estas presiones las autoridades suelen verse obligadas a intervenir en el mercado de cambios, lo que normalmente genera conflictos con las reglas monetarias establecidas.

#### *Vulnerabilidad y desequilibrios*

La intensidad de los desequilibrios depende, en gran medida, del grado de vulnerabilidad de la economía que, a su vez, está determinado por el estado de los factores de riesgo como: el grado de dolarización de la deuda, el peso de la deuda pública en términos del PIB, el grado de apertura comercial y financiera, y las posibles fallas en la regulación bancaria. La importancia varía en función de las características estructurales de la economía y de la coyuntura específica.

El colapso del producto, la falta de sostenibilidad de la deuda pública y la crisis financiera representan los tres desequilibrios más visibles e importantes inducidos por la interrupción súbita a los que hay que agregar los conflictos distributivos que inevitablemente van asociados con estos fenómenos y se expresan en el plano de la economía política.

#### *Efecto sobre determinantes clave del espacio fiscal*

Una interrupción súbita no es un movimiento cíclico estacionario sino un evento excepcional que genera un colapso y no una recesión normal, lo que significa que el tamaño del déficit cíclico

a financiar será muy grande. A este déficit cíclico alto hay que agregar las presiones de economía política asociadas al colapso. Podrían citarse muchas presiones, pero se evitará hacerlo porque ellas dependen en gran medida del contexto político. Sin embargo, hay una que es muy relevante para el objetivo de este documento: la relación entre el gobierno central y los gobiernos subnacionales. Cuando la economía recibe un choque financiero, los gobiernos subnacionales tienen mayores dificultades para conseguir crédito –si les está permitido endeudarse– en un contexto de caída de la recaudación. Esto hace que presionen para conseguir mayores transferencias y ello repercute sobre el componente discrecional del gasto del gobierno central o sobre el componente tributario si se producen demandas para aumentar los impuestos a fin de financiar las transferencias.

Los desequilibrios de tipo financiero también son altamente relevantes para el espacio fiscal. La interrupción súbita produce inestabilidad del sistema bancario y puede deteriorar la sostenibilidad de la deuda pública. Como consecuencia, hay dos objetivos de política de estabilización que pasarán a competir con el objetivo anticíclico: el mantenimiento de la estabilidad financiera y la sostenibilidad de la deuda pública. Si los desequilibrios financieros desestabilizan los bancos, una reacción muy probable del mercado será la de racionar el crédito, tanto para el sector público como para el privado. Esto significa que el gobierno obten-

drá como financiamiento, a lo sumo, lo que marque el monto de racionamiento impuesto por el mercado que, de acuerdo con la experiencia de la región, en estos casos suele ser negativo. De esta forma, un choque excepcional puede achicar, endógena y marcadamente, el espacio de política.

En situaciones de inestabilidad financiera el sector público, en general, se ve obligado a asignar subsidios que no necesariamente figuran en el presupuesto, como las operaciones de salvataje del banco central que aparecerán en su balance y no en el del gobierno. Sin embargo, como los inversionistas evalúan la capacidad de pago del gobierno como un todo, aun cuando el gobierno ajustara el déficit a la disponibilidad de fondos, el premio de riesgo podría subir y con ello el costo del servicio de la deuda, debido a dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Cabe destacar que una revisión de las expectativas del mercado en torno a las tasas de crecimiento y de interés a largo plazo podría terminar colocando a la deuda en una posición insostenible de manera exógena a las decisiones del gobierno. Si la deuda deviene insostenible por estas razones, el objetivo de revertir tal situación mediante el aumento del superávit primario observado hasta llevarlo al nivel requerido por una eventual regla fiscal competirá fuertemente con el objetivo anticíclico. La política fiscal de ajuste para estabilizar la deuda competirá con la política fiscal anticíclica orientada a estabilizar el nivel de actividad.

## Choques comerciales

### *Características y efectos*

De acuerdo con Fanelli y Jiménez (2009), hay un buen número de eventos que pueden disparar un choque comercial y todos ellos se han observado en América Latina. En la situación actual, sin embargo, la causa es claramente una recesión global. Según un estudio reciente del FMI (2009) sobre los países desarrollados, este tipo de choque es el que suele tener consecuencias más duraderas y difíciles de revertir. La recesión global puede hacerse sentir de diferentes formas: caídas en los términos de intercambio, en los volúmenes exportados, en las remesas, en el turismo y en la inversión extranjera, sobre todo en los países en que son importantes las exportaciones de zonas francas. Todos estos efectos estuvieron presentes en la crisis de 2008 y 2009.

### *Vulnerabilidad y desequilibrios*

En términos de desequilibrios macroeconómicos, los efectos son similares a los de una interrupción súbita. Sin embargo, esta similitud oculta diferencias significativas, sobre todo porque los factores de vulnerabilidad relevantes no son necesariamente los mismos y porque los efectos sobre las variables fiscales y, por ende, sobre el espacio de políticas, son diferentes.

Aunque algunos de los factores de vulnerabilidad macroeconómica son compartidos por ambos tipos de choque –como la dolarización o

una alta deuda pública–, los factores reales tienen mayor importancia en el caso del choque comercial. Las economías que muestran excesiva especialización en pocos productos, como ocurre con la mayoría de las economías latinoamericanas, son particularmente vulnerables desde el punto de vista macroeconómico, tanto a los choques de términos de intercambio como de demanda externa en general. Ante la ocurrencia de un choque de este tipo el ajuste macroeconómico suele requerir de notorios cambios en los precios relativos. De ahí que la inflexibilidad de precios sea un segundo factor de riesgo. Esto es especialmente relevante en economías con tipo de cambio fijo o dolarizadas. La dualidad estructural también es un factor de vulnerabilidad que actúa impidiendo un ajuste rápido ante el choque. Por ejemplo, si existe una diferencia muy grande de productividad entre los sectores que exportan y los tradicionales, difícilmente una corrección cambiaria incentivará por sí sola el aumento de la producción de bienes transables. El ajuste también se complica cuando la producción de exportables está muy concentrada a nivel regional y aparecen presiones de economía política muy fuertes para evitar el ajuste.

Como en el caso de la interrupción súbita, los desequilibrios macroeconómicos de mayor relevancia asociados con el choque comercial son la caída del producto, la sostenibilidad de la deuda y los asociados con la puja distributiva. Una cuarta fuente importante de desequili-

brios, característica de los choques comerciales de intensidad alta, la constituyen los cambios estructurales que normalmente inducen los choques de tales características y que suelen generar demandas específicas de subsidios y exenciones tributarias por parte de los sectores afectados por el choque comercial.

### *Efecto sobre determinantes clave del espacio fiscal*

Los efectos actúan, sobre todo, a través de los recursos, pero esto no debe llevar a ignorar que el gasto también juega un rol. Un caso paradigmático son las variaciones en los recursos inducidos por los choques de términos de intercambio. Hay tres escenarios posibles: a) países en los que el sector público tiene una alta participación en la propiedad de recursos naturales, como el cobre en Chile o el petróleo en México y la República Bolivariana de Venezuela; b) países que cobran impuestos sobre las exportaciones, como Argentina, y c) economías que subsidian el consumo de energía, como República Dominicana. Mientras en los dos primeros casos los choques negativos de precios de recursos naturales reducen los recursos, en el tercer caso los amplían. Este efecto diferencial es importante para el espacio de política anticíclica. En el caso de los fiscos cuyos ingresos dependen positivamente del valor de los recursos, el espacio de política se mueve de manera procíclica en relación con el ciclo global: cuando la economía global se

desacelera también se reducen los recursos disponibles para la política anticíclica y es más difícil acceder al crédito externo debido a que, como afirma Caballero (2000), cuando los precios internacionales caen, el valor del colateral de la deuda también cae. Estos hechos tienen una implicación importante: en la definición de la relación entre déficit cíclico y estructural es esencial tomar en cuenta los términos de intercambio y no solo la brecha del producto.

Nótese, no obstante, que hay una diferencia con los choques financieros en lo relativo al espacio de política. La primera es que un choque comercial no desestabiliza el sistema bancario. Esto ocurre solo en los casos en que este último se encuentra en una situación vulnerable y la iliquidez inducida por el choque agrava la situación. Un escenario financiero benigno puede ser muy positivo en lo que respecta a ganar espacio de política para estabilizar la economía tras el choque comercial. En principio, un país con una buena historia crediticia podría acceder a financiamiento para mantener el nivel de actividad y evitar así un colapso de crecimiento. Sin embargo, aun en una situación financiera relativamente no tan mala, un choque comercial importante podría afectar la sostenibilidad de la deuda pública. En particular, si el choque es muy fuerte y se lo juzga permanente, la sostenibilidad se verá afectada por la caída en la tasa de crecimiento esperada de la economía. Asimismo, incluso si un gobierno muestra solvencia

suficiente para hacer frente a los pagos de la deuda, al reducir el valor del colateral, un choque de comercio puede llegar a generar graves problemas de liquidez a corto plazo.

### **Choques exógenos, espacio de políticas y coordinación**

Los hechos estilizados que hemos discutido señalan que el espacio de políticas no es invariable respecto del tipo y el tamaño del choque y del grado de vulnerabilidad que muestra la economía en relación con este choque. Cabe esperar entonces que cuanto mayor sea la perturbación, mayor será la competencia entre políticas en términos tanto de apropiación de recursos disponibles como de uso de instrumentos escasos. A continuación se discuten problemas de coordinación que típicamente aparecen cuando se modifica el espacio fiscal bajo los dos choques analizados.

Como se vio, durante un episodio de interrupción súbita, el espacio fiscal se reduce por la caída de recursos. El financiamiento externo desaparece en el momento en que se están reduciendo los recursos tributarios, hay que destinar recursos a sostener el sistema bancario y el monto de intereses a pagar sobre la deuda pública tiende a crecer. Esto último es especialmente así cuando la participación de la deuda a corto plazo en la deuda pública total es alta y se hace necesario refinanciar vencimientos importantes en un contexto de aumento de los premios de riesgo, como ocurrió en Brasil a

principios de la década de 2000 (Blanchard, 2004) y en Argentina de 1999 en adelante (Fanelli, 2008). En este contexto suelen surgir problemas de coordinación difíciles de manejar con un espacio fiscal reducido.

En lo que respecta al grado de competencia entre objetivos, las interrupciones súbitas suelen crear dilemas significativos entre el objetivo de suavizar el colapso del producto y otros objetivos, como estabilizar el sistema bancario para reactivar el crédito, garantizar un mínimo de liquidez para proteger el sistema de pagos, asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, incentivar la competitividad del sector transable y amortiguar los efectos de la crisis sobre los segmentos más pobres de la población. En particular, frente a la necesidad de aumentar el déficit para estabilizar la demanda agregada y asegurar la sostenibilidad de la deuda, suele primar el segundo objetivo. Para lograr la coordinación se recurre al método de la dominancia. Esto es, se asigna el papel de líder en la decisión sobre uso de recursos e instrumentos a las autoridades encargadas de implementar las políticas privilegiadas. Así, cuando se requieren fondos para sostener el sistema bancario, se reducen los recursos destinados a estimular la economía y la política, cuyo objetivo es preservar la estabilidad financiera, y la sostenibilidad de la deuda pública pasa a dominar a la de estabilización de la demanda agregada. Domina al objetivo de estabilizar el producto, más allá de las demandas de otros segmentos

del sector público que reclamarán coordinar acciones para paliar los efectos del choque sobre la estructura productiva y los segmentos vulnerables de la sociedad.

Este vínculo de dominancia no necesariamente se observa en instancias en las que un fortalecimiento de la restricción financiera no llega a ser una interrupción súbita, cuando no está en peligro la estabilidad financiera ni la sostenibilidad de la deuda y, por ende, el gobierno puede financiar un déficit anticíclico. Si el choque no elimina el instrumento de financiamiento, el gobierno podría conservar alguna capacidad para hacer política anticíclica. Este grado de libertad también puede ganarse mediante la constitución de un fondo de estabilización en los buenos tiempos. Así, si el choque financiero lleva o no a poner la economía en modo ajuste dependerá de la situación concreta. Si la deuda pública se torna insostenible se aplicarán políticas anticrisis para sacar a la deuda pública, y, por lo tanto, a la economía de un sendero explosivo aun a costa de profundizar el colapso productivo. Si, por el contrario, el choque financiero no deviene en una interrupción súbita y solo toma la forma de aumentos en el costo del financiamiento a corto plazo con los mercados de deuda abiertos, estabilizar tendrá el significado de actuar de manera contracíclica para amortiguar la caída del producto, aun a costa de aumentar el déficit y la deuda pública. Está claro que el espacio fiscal disponible no es

independiente del tipo de choque recibido ni del grado de vulnerabilidad de la economía.

Los hechos estilizados referidos a los choques comerciales exógenos sugieren que los efectos sobre la dimensión del espacio fiscal pueden ser tan importantes como en el caso de las interrupciones súbitas. No obstante, las diferencias en lo que respecta a la dinámica de ajuste macroeconómico y a los factores de vulnerabilidad que ya se han señalado hacen que los problemas de estabilización y de competencia entre políticas por el uso del espacio fiscal también sean diferentes. Un punto importante a considerar es que el efecto de las interrupciones súbitas en lo referente a espacio fiscal se expresa, en primer lugar, como restricción financiera, mientras que los choques de comercio afectan sobre todo a los recursos para hacer política fiscal de estabilización. Además, la forma específica en que ello ocurre depende mucho de la estructura de especialización de la economía, como ya se explicó.

Cuando se produce un choque comercial sin interrupción súbita, los recursos del gobierno caen, pero la opción de acceder al crédito, no. Esto puede traducirse en un espacio de maniobra mayor. Si el choque de comercio es transitorio, el gobierno tiene más posibilidades de hacer política anticíclica y financiar un déficit fiscal mayor. También es probable que el aumento de las demandas de asistencia por parte de los sectores desfavorecidos por el choque sea atendido en mayor medida

y que, por lo tanto, se reduzca la presión del conflicto distributivo. Esta posibilidad se reduce sustancialmente cuando la sostenibilidad de la deuda está en duda. De hecho, si la sostenibilidad no es un problema, la presión de los grupos afectados por un choque comercial demandando políticas compensatorias puede ser muy fuerte. En realidad, cuando existe espacio para políticas anticíclicas y las presiones sectoriales son fuertes, la cuestión central es evitar que la realización de tal déficit termine por dominar a las políticas de sostenibilidad de la deuda. En estas condiciones, para lograr el resultado cooperativo y evitar una crisis, puede ser de gran ayuda contar con una regla de déficit estructural. Es un instrumento que puede ser funcional para racionalizar el gasto discrecional y preservar el espacio fiscal. El gobierno podrá argüir que, si bien está en condiciones de realizar políticas anticíclicas y de compensación más agresivas y financiarlas a corto plazo, el déficit primario no debería ser muy distinto al valor del déficit cíclico, calculado para preservar la solvencia fiscal.

Los choques de comercio no son siempre negativos y, por lo tanto, en los buenos tiempos los recursos del gobierno aumentan de manera significativa, sobre todo en los países donde el fisco participa de las rentas de recursos naturales. Jiménez y Tromben (2006) analizan esta cuestión en América Latina y muestran que la magnitud del aumento puede

ser muy significativa. En estos casos, una opción para evitar el conflicto y lograr la solución cooperativa es acumular un fondo soberano en los buenos tiempos, que pueda ser utilizado para financiar las iniciativas de amortiguación en las malas épocas. El ejemplo de Chile, el país de la región que más ha avanzado en este camino, sugiere que una mejor distribución intertemporal de los recursos podría contribuir a ampliar de forma estructural el espacio fiscal de estabilización. Un efecto particularmente importante es que contribuiría a suavizar el efecto de la restricción financiera en los malos tiempos y, de esa manera, evitaría que las políticas de ajuste dominen a las anticíclicas. Por otra parte, se ha visto que un hecho estilizado de la macroeconomía de América Latina es que el consumo es muy volátil y ello perjudica especialmente a los sectores más vulnerables. De esto se deduce que una mayor estabilidad del consumo podría tener beneficios significativos de bienestar (CEPAL, 2008).

Aun si el choque no tensa excesivamente la restricción de recursos, el espacio fiscal puede reducirse por los efectos sobre los instrumentos. Por ejemplo, Tobin (1990) y Togo (2007) muestran que las fallas de mercado agudizan la falta de instrumentos de política. Así, si la interrupción súbita agrava las fallas en los mercados financieros, las autoridades podrían perder instrumentos de política monetaria o la capacidad de manejar óptimamente

la combinación entre deuda de corto y deuda de largo plazo. Asimismo, debido a las fallas de mercado, diferentes políticas suelen competir por utilizar los mismos canales para influir sobre los objetivos. Este efecto, que Tobin (1990) llamó de embudo común, hace que los instrumentos se correlacionen entre sí y ello reduce la posibilidad de contar con un número suficiente de instrumentos para cumplir con los objetivos de las políticas.

## V. Algunas reflexiones finales

En este trabajo hemos tratado de mostrar que una reflexión sobre la experiencia de la región con la volatilidad y las políticas fiscales estabilizadoras puede ser una fuente de lecciones útiles para optimizar el uso de un espacio de políticas que, al menos por un tiempo, puede anticiparse que será bastante limitado. A modo de cierre nos gustaría resaltar algunas conclusiones.

Primero, debido a las características estructurales de las economías de la región, los problemas de volatilidad que debe enfrentar la política fiscal de estabilización son cualitativamente diferentes a los habituales en un país desarrollado. Se hace necesario distinguir entre políticas anticíclicas, que lidian con fenómenos estacionarios, y políticas de ajuste que se ocupan de choques permanentes y fenómenos de inestabilidad. Un

rasgo esencial de las políticas de ajuste es que llevan a cambios en las estructuras de gobernanza; en las reglas de juego. Desde el punto de vista del espacio fiscal, la forma en que un choque, o directamente una crisis, transforma el régimen de políticas es fundamental ya que las soluciones que las crisis fuerzan no necesariamente están en línea con la eficiencia o con las preferencias distributivas de la población. La falta de atención a este punto hace que frecuentemente las iniciativas de estabilización terminen ejerciendo dominancia no deseada sobre objetivos que son importantes por sus efectos sobre el crecimiento o la distribución. O que, alternatively, esas iniciativas de estabilización terminen por ser dominadas por otras políticas. A este tipo de competencia entre objetivos hay que agregar que, como ya se ha indicado, las características organizacionales del sector público y del régimen de políticas influyen sobre la calidad de gestión de las políticas fiscales. Como el gobierno es un agregado con diferentes segmentos organizacionales, las decisiones y acciones en diferentes ámbitos no necesariamente estarán coordinadas de la mejor forma y muchas veces serán, de hecho, inconsistentes.

Segundo, los espacios de política fiscal no son inmutables, son sensibles al comportamiento previo a las perturbaciones y suelen sufrir modificaciones significativas ante la ocurrencia de choques de magnitud. Un punto a

remarcar es que la interrupción súbita, sobre todo, pone en funcionamiento fuerzas que contribuyen a restringir el espacio fiscal en momentos en que la autoridad necesita más de él. En este sentido, el espacio fiscal se comporta de manera procíclica: disminuye de tamaño con los choques negativos y aumenta una vez que los movimientos de capital se recomponen y el episodio de interrupción súbita es superado. Por lo cual es clave incentivar un aumento en el espacio fiscal en momentos de auge.

La disponibilidad de instrumentos de política fiscal tampoco es independiente de la estructura de la economía. Un ejemplo fundamental son las fallas del mercado financiero que hacen que ciertas herramientas, como el crédito a largo plazo, puedan no estar disponibles.

Tercero, el proceso de establecer prioridades entre objetivos y de asignar el uso de instrumentos escasos entre políticas demanda cuotas importantes de coordinación. Además, para ser exitosa, la coordinación de políticas requiere que los incentivos que reciben los agentes que estarán encargados de implementar las políticas de forma descentralizada estén alineados con los objetivos que se buscan. Tal alineación es difícil de lograr cuando los agentes descentralizados cuentan con cuotas muy disímiles de poder político y tienen capacidad de actuar por su cuenta de forma de imponer objetivos propios o recurrir a instrumentos que estaban reservados para otras polí-

ticas. Cuando esto último ocurre, algunas políticas dominan a otras y generan fallas en la coordinación buscada por el poder central. Peor aún, cuando el poder está muy disperso, la falla de coordinación puede tomar la forma de una crisis fiscal que impida al gobierno tomar iniciativas para estabilizar la economía, agravando con ello los efectos del choque. Asimismo, cuando la vulnerabilidad aparece como objetivo de política, ello afecta el uso de los instrumentos y recursos dentro del espacio fiscal.

Cuarto, el hecho de que el proceso de diseño y coordinación de políticas pueda llevar a resultados de muy distinta calidad, indica que es necesario incorporar el estudio de los entes con agenda propia y los mecanismos de coordinación *dentro* del espacio de política fiscal. Un punto importante en este sentido es que dentro de la estructura organizacional intra-sector público las variables de economía política juegan un rol clave. No sólo en la influencia sobre el Congreso y las autoridades políticas sino también a través de la captura del regulador o de segmentos de la burocracia. En este sentido, una visión de equilibrio general o sistémica de las políticas públicas lleva a concebir el espacio fiscal como un resultado del conflicto de intereses más que como el fruto de un diseño racional, realizado en función del bienestar general y la eficiencia en la gestión.

En suma, los choques experimentados en 2008 y 2009 han achicado sin duda los espacios de política fiscal y generarán difíciles

dilemas al aumentar la competencia de las políticas por los recursos y los instrumentos existentes. Por ende, la capacidad de los Estados para coordinar políticas dependerá críticamente de factores tales como la calidad de la organización del sector público, la credibilidad de las instituciones y la capacidad para mediar en conflictos distributivos.

## Referencias bibliográficas

- Aguiar, Mark y Gita Gopinath (2004): "Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend", *NBER Working Paper*, n° 10734.
- Auerbach, Alan J. (2002): "Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?", *NBER Working Paper*, n° 9306.
- Blanchard, Olivier (2004): "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", *NBER Working Paper*, n° 10389.
- Bordo, Michael (2006): "Sudden Stops, Financial Crises and Origina Sin in Emerging Countries: Déjà vu?". Trabajo preparado para la conferencia: Global Imbalances and Risk Management. Has the Center become the Periphery?, Madrid, mayo 16-17, 2006.
- Caballero, R. (2000): "Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies", *NBER Working Paper*, n° 7782.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo y E. Talvi (2006): "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises", IDB, Research Department *Working Paper*, n° 570.
- Catão, Luis A. V. (2007): "Retrospectiva latinoamericana", *Finanzas y Desarrollo*, diciembre.
- CEPAL (2008): *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008*, CEPAL, Santiago de Chile.
- CEPAL (2009): *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe (2008)*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Easterly, W., R. Islam y J. E. Stiglitz (2000): "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility", *Annual World Bank Conference on Development Economics 2000*.
- Edwards, S. (2007): "Crises and Growth: A Latin American Perspective", *NBER Working Paper*, n° 13019.
- Fanelli, José María (ed.) (2007): *Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results*, Palgrave, Macmillan, Nueva York.
- Fanelli, José María (ed.) (2008): *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Palgrave, Macmillan, Nueva York.
- Fanelli, José María (2009): "Volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina", EUROsociAL.
- Fanelli, José María y Juan Pablo Jiménez (2009): "Crisis, volatilidad y política fiscal en América Latina", en O. Kacef y J. P. Jiménez (compiladores): *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL, Santiago de Chile.
- FMI Fiscal Affairs Department (2009): "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", mimeo, IMF.
- Gómez Sabaini, J. C. y J. P. Jiménez (2009): "El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencia y perspectiva", en O. Kacef y J. P. Jiménez (compiladores), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Goyal, Rishi y Ratna Sahay (2007): "Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach", *IMF Working Paper*, n° 06/287.
- Heymann, Daniel (ed.) (2007): "Desarrollos y alternativas: Algunas perspectivas del análisis macroeconómico", en Daniel Heymann (ed.), *Progresos en Macroeconomía*, Temas Grupo Editorial, Buenos Aires, pp. 79-177.
- Jiménez, J. P. y V. Tromben (2006): "Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, n° 90, diciembre, pp. 61-86.
- Kaminsky, G., C. M. Reinhart y C. A. Vegh (2004): "When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", *NBER Working Paper*, n° 10780.
- Loayza, Norman y Viktoria V. Hnatkovska (2004): "Volatility and Growth", *Policy Research Working Paper*, n° 3184, The World Bank.
- Tobin, James (1990): "On the Theory of Macroeconomic Policy", *Cowles Foundation Paper*, n° 744.

Togo, Eriko (2007): "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies. An Analytical Framework", *Policy Research Working Paper*, n° 4369, The World Bank.



## Construyendo el consenso contracíclico en la regulación

### Resumen:

El comportamiento procíclico de los mercados bancarios y financieros ha sido nuevamente demostrado por la reciente crisis. La reforma regulatoria debe ser completa (incluyendo todos los sectores financieros) para evitar el arbitraje regulatorio y contracíclica para manejar los efectos de auge y caídas en los mercados financieros, y para compensar los sesgos procíclicos de la regulación financiera misma. El trabajo se basa en el consenso emergente entre reguladores sobre la necesidad de introducir elementos contracíclicos en la regulación financiera de capital, provisiones y liquidez. Discute diferentes instrumentos que podrían ser usados en paralelo, haciendo referencia al ejemplo exitoso establecido por el Banco de España, al introducir provisiones dinámicas contracíclicas. Se resaltan los argumentos a favor de implementar la regulación contracíclica a través de reglas más que en forma discreta, así como posibles *trade offs* entre regulación más fuerte y acceso al crédito.

### *Palabras clave:*

crisis financieras, contagio financiero, riesgo sistémico, regulación financiera, políticas regulatorias contracíclicas

### Abstract:

The pro-cyclical behavior inherent to banking and financial markets has been again demonstrated by the recent global crisis. Regulation reform needs to be comprehensive, to avoid regulatory arbitrage, and counter-cyclical, to manage the effects of boom-bust cycles in financial markets, and to compensate for pro-cyclical biases in regulation itself. The paper builds on the recent broader agreement amongst policy makers on the need for introducing counter-cyclical elements into financial regulation in capital, provisions, and liquidity requirements. It discusses different instruments

that could be used in parallel, referring to the successful example set by the Spanish Central Bank in using counter-cyclical dynamic provisioning. The arguments in favor of implementing counter-cyclical regulation through rules rather than discretion are highlighted, as well as the trade-offs between stronger regulation and access to credit.

*Key words:*

financial crises, financial contagion, financial shocks, systemic risk, financial regulation, counter-cyclical regulatory policies

## Construyendo el consenso contracíclico en la regulación

### I. Puntos a favor y propuestas tempranas de regulación prudencial contracíclica

La larga historia de los ciclos financieros, de los cuales la reciente crisis global es un ejemplo, muestra que la conducta procíclica es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. La conducta procíclica está caracterizada por un exceso de toma de riesgos y actividad financiera, en tiempos de auge, seguida por una insuficiente actividad financiera en los de declinación. Durante el auge, la prima de riesgo descende y la mayor competencia trae consigo una expansión del crédito, en un esfuerzo por compensar el descenso de ganancias derivado

de márgenes más bajos sobre la tasa de interés. Es un ciclo que se retroalimenta y en el cual la expansión del crédito se apoya, en gran medida, en colaterales cuyo valor aumenta con la expansión del crédito. Por otro lado, durante la caída, cuando la mora e impago de los créditos aumentan, los bancos enfrentan provisiones más elevadas y requisitos más exigentes al capital y los intermediarios financieros se tornan más conservadores y exigen estándares de crédito por encima de lo que las condiciones financieras garantizarían.

Existe una amplitud de explicaciones teóricas y evidencia empírica de este patrón de inestabilidad, inherente al funcionamiento de los mercados financieros, lo que ha sido

\* Directora del Financial Markets Program, Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University. Este trabajo se basa en un estudio en inglés preparado con José Antonio Ocampo, con la cooperación de Ariane Ortiz. Agradezco la valiosa ayuda de Carmen Seekatz.

enfaticado por Minsky (1982). La razón básica es que esas transacciones tienen resultados a futuro que no pueden ser proyectados con certeza. Por lo tanto, las opiniones y expectativas sobre el futuro, más que la información objetiva, dominan las decisiones del mercado. Éste es el componente de asimetría de información que caracteriza a los mercados financieros (Stiglitz, 2001). Los agentes financieros se basan, en gran medida, en las acciones de otros agentes del mercado, llevando a la interdependencia en su conducta, la cual se manifiesta, particularmente, en el fenómeno dual de contagio y efecto manada. El contagio de opiniones y expectativas, ambos positivos y negativos, son factores centrales de fases alternativas de euforia y pánico (Ocampo, 2008).

Además, tanto el efecto manada como la volatilidad son acentuados por el creciente uso de técnicas estadísticas y modelos similares (Persaud, 2003) y el predominio de gerentes de fondos de inversión que aspiran a beneficios a muy corto plazo, evaluados y pagados a intervalos de tiempo muy cortos (Griffith-Jones, 1998).

La naturaleza procíclica de las finanzas exige regulaciones que vayan “en contra de las corrientes de viento”. Después de la crisis asiática en 1998, algunos analistas comenzaron a proponer regulaciones anticíclicas, como parte de un esquema de políticas macroeconómicas contracíclicas. Sin embargo, en los años que precedieron a la crisis actual, el apoyo a este tipo de regulación fue muy limitado, y restringi-

do principalmente a pocos académicos e instituciones internacionales, particularmente a las Naciones Unidas. España fue el pionero en implantar la regulación contracíclica, indicando que era posible y efectiva.

En diciembre de 1999, las Naciones Unidas señalaron en su Informe “Hacia una Nueva Arquitectura Internacional” que era necesario tomar en cuenta la dificultad de predecir las variables claves, en el diseño y supervisión de regulaciones prudenciales. Se sugería, en particular, que los requerimientos de capital “deberían aumentarse durante períodos de euforia financiera, tomando en cuenta el creciente riesgo financiero en que los intermediarios incurren”. Por su parte, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) enfatizó muy poco tiempo después que, dependiendo del tipo de operación, debían requerirse capitales más elevados y colchones de liquidez complementarios, en una forma contracíclica. Adicionalmente, se deberían establecer límites, en proporción al valor de los activos que pueden ser utilizados, como colaterales a los préstamos, cuando los precios de los activos estén aumentando (CEPAL, 2000).

En la misma línea, en el Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, BIS), Turner (1999 y 2000) comenzó a enfatizar la necesidad de introducir elementos contracíclicos específicos en la regulación bancaria. Adicionalmente, Borio, Furfine y Lowe (2001) sostienen que el carácter procíclico

deriva de una respuesta inapropiada por parte del sistema financiero a las variaciones del riesgo en el tiempo, ante lo cual proponen el uso de instrumentos de regulación y supervisión en una forma explícitamente contracíclica para limitar el desarrollo y las consecuencias de serios desequilibrios financieros. Los instrumentos propuestos deberían “reforzar el diseño de un colchón amortiguador en tiempos de auge que pudiesen desembolsarse en tiempos de caída”.

Adicionalmente, comenzó a surgir preocupación por el sesgo procíclico de instrumentos regulatorios tradicionales, incluyendo los estándares de Basilea (Goodhart, 2002). En efecto, en un sistema en el cual las provisiones préstamo-riesgo están atadas a la delincuencia de préstamos, las señales precaucionarias de la regulación resultan inefectivas durante los períodos de auge y no contrarrestan el crecimiento crediticio. Por otro lado, el importante aumento en la delincuencia de créditos durante las crisis reduce el capital de las instituciones financieras y, por tanto, su capacidad para otorgar créditos (Ocampo, 2003). Esto, en conjunto con una mayor percepción de riesgo, dispara la “restricción del crédito” que caracteriza tales períodos, reforzando la tendencia descendente de la economía.

En el año 2003, Ocampo (2003), y también Ocampo y Chiappe (2003), sustentaron la importancia de la regulación contracíclica para manejar los efectos *boom-bust* de los ciclos de negocios. Tal regulación debería incluir: 1) provisiones, para riesgos latentes en nuevos prés-

tamos –el sistema que España ha introducido–; 2) regulaciones estrictas, asociadas a los desajustes de monedas y vencimientos, particularmente en el primer caso, relativas a los sectores no transables de los países en desarrollo; 3) requerimientos de liquidez para manejar desequilibrios en los vencimientos, de activos y pasivos, en las hojas de balance de los bancos; y 4) límites a la relación de préstamos colaterales y reglas para ajustar los valores de colaterales de manera que reflejen las tendencias a largo plazo del mercado, en valores de activos más que las variaciones cíclicas.

Las propuestas de incluir elementos contracíclicos en el Nuevo Acuerdo de Basilea, con la finalidad de contrarrestar el carácter procíclico inherente al enfoque IRB, fueron sugeridas en el año 2002 (Griffith-Jones, Spratt y Segoviano, 2002; Griffith-Jones y Ocampo, 2003; Ocampo, 2003). Tales propuestas sugerían la incorporación de instrumentos contracíclicos, tales como las provisiones al estilo español, en forma simultánea a Basilea II, para compensar la naturaleza procíclica de dicho Acuerdo (véase también Banco de España, 2005).

## II. La experiencia de España con el aprovisionamiento dinámico<sup>1</sup>

El Banco Central de España fue el primero en adoptar una herramienta para enfrentar la conducta procíclica del sector financiero (Banco de

España, 2000). Esta reforma temprana fue una respuesta a la evidencia de que un rápido incremento en la cartera de préstamos, durante el período de euforia financiera, está asociado positivamente con un aumento posterior en la tasa de incumplimiento de préstamos. Los créditos durante períodos de auge tienen una mayor probabilidad de incumplimiento que los préstamos durante períodos de lento crecimiento de los créditos (Fernández de Lis *et al.*, 2000; Jiménez y Saurina, 2006).

En particular, el Banco de España introdujo provisiones dinámicas en julio de 2002 para enfrentar aumentos en el riesgo de crédito de los bancos españoles, después de un importante crecimiento del crédito. Una intensa competencia condujo a la subestimación del riesgo y a la reducción de provisiones específicas, a lo que siguió un significativo descenso en el incumplimiento de los préstamos a finales de 1990. España fue el país de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (Organization for Economic Countries Development-OECD) con la tasa más baja de provisiones para pérdidas de préstamos en 1999.

La provisión dinámica complementó las provisiones general y específica que ya habían sido establecidas. Estas provisiones “estadísticas” se hicieron para reflejar el riesgo “latente” en categorías homogéneas de activos (préstamos, garantías, inversiones de cartera interbancarias o renta fija) de acuerdo a la

posible pérdida esperada de un activo promedio ubicado en esa categoría, en un ciclo total de negocios. Estas provisiones estadísticas se acumularon en un fondo conjuntamente con provisiones especiales y de recuperación de activos de dudosa recuperación. El Fondo podría ser utilizado para cubrir pérdidas crediticias si los recursos estuviesen disponibles en montos adecuados. Como estaban ligados al aumento de activos de diferentes clases, mientras más distante fuese la conducta del banco de la del sistema –en términos de crecimiento del crédito–, más grande sería el impacto de esas provisiones (Fernández de Lis *et al.*, 2000; Jiménez y Saurina, 2006).

Una interpretación del sistema español que Ocampo (2003 y 2008) y otros impulsaron es que el sistema español identifica correctamente que se incurre en el riesgo crediticio cuando el préstamo es desembolsado, no cuando se vence y vuelve (o se espera que se vuelva) delincente, que es la regla seguida por las normas tradicionales de provisionamiento. Como se indicó, el sistema construye un colchón, durante un auge, que puede ser desembolsado en un desplome, para cubrir las pérdidas por incumplimiento de pago de préstamos, generando así un efecto contracíclico.

Dado que el riesgo crediticio de las Carteras de créditos no es homogéneo, el riesgo latente discrepa según el tipo de activos. El Banco de España ofreció a los bancos un modelo estándar para calcular el riesgo latente,

con parámetros fijos, de acuerdo a los diferentes componentes de la cartera. El Banco de España también permitió a los bancos utilizar modelos internos –por ejemplo, su propia información sobre posibilidades de incumplimiento y pérdidas, dado un incumplimiento, a través del ciclo de negocios– para calcular el riesgo latente. Sin embargo, solamente unos pocos bancos sofisticados disponían de esa detallada información.

En 2004, la adopción por parte de la Unión Europea de los estándares del Directorio de Estándares Internacionales de Contabilidad-DEIA (International Accounting Standards Board-IASB) obligó al Banco de España, el cual está autorizado por el Ministerio de Economía a establecer las reglas contables para las instituciones de crédito, a eliminar las Provisiones Estadísticas que se habían establecido. Ello revirtió en un sistema de dos tipos de provisiones para pérdidas de préstamos: específicas y generales.

Las nuevas reglas contables mantuvieron la naturaleza macroprudencial del marco previo, mientras que cumplían con los estándares del Directorio de Estándares Internacionales de Contabilidad (DEIA). De acuerdo al modelo de simulación del ciclo de préstamos del Banco de España (véase Griffith-Jones y Ocampo, 2009), al pico de una recesión, las provisiones para pérdidas de préstamos serían un 40% más bajas que las provisiones tradicionales, mientras que en los buenos períodos, antes

y después de la recesión, las provisiones serían más altas.

Para evitar un exceso de aprovisionamiento hay un tope (el 125% de la pérdida latente) que evita que ese crecimiento de las provisiones produzca niveles poco realistas durante un período demasiado extenso de tiempo.

Las provisiones dinámicas constituían en promedio el 10% de los ingresos netos de operación de los bancos, durante los años que precedieron a la crisis actual. Al final de 2007, el total de provisiones acumuladas cubrió el 1,3% del total de activos consolidados de los depósitos de instituciones españolas, mientras el capital y las reservas representaron el 5,8% de esos activos. España, de esta forma, acumuló un monto que ha comenzado a desembolsar, en la medida en que las pérdidas individuales de créditos comenzaron a aumentar, en el marco del deterioro de las condiciones económicas. Aunque, dada la profundidad de la crisis, no se garantiza que los montos previstos sean suficientes para cubrir las pérdidas asociadas al incumplimiento de préstamos que los bancos están enfrentando, las provisiones dinámicas permitieron a los bancos españoles manejar la crisis en una mejor forma comparados con bancos de otros países.

Los reguladores españoles acordaron varios puntos relativos al establecimiento de una provisión dinámica: reglas contables y requerimiento de datos. Con respecto al primer punto, los críticos con el esquema

español han sustentado que no es compatible con los sistemas internacionales de contabilidad y con los estándares de los reportes financieros, dado que permitiría a los bancos arreglar los beneficios. Sin embargo, esta crítica no está bien avalada ya que los bancos deben publicar el monto de sus provisiones generales de forma transparente, permitiendo a los inversionistas y analistas aislar el impacto de las provisiones dinámicas. El carácter, basado en reglas de la estructura, y el tope de las provisiones hicieron difícil para los bancos el uso impropio de la cuenta de provisiones. Por el contrario, los reguladores españoles consideraron que los estándares contables deberían tener como finalidad el proveer una información certera sobre la condición financiera de la firma. Un sistema de provisiones que reconoce pérdidas crediticias relativas a créditos específicos no individualmente identificados, en la medida en que son incurridos a lo largo del ciclo de crédito, provee mejor información sobre condiciones financieras que uno que no los reconoce, lo cual efectivamente subestima los riesgos contraídos por la institución financiera y sobrestima los beneficios durante el auge.

Finalmente, los datos que el Banco de España ha acumulado sobre delincuencia de créditos han sido importantes para la construcción de un certero sistema de provisiones. Sin embargo, los reguladores españoles

sugieren que la ausencia de un registro de créditos no justifica el no utilizar la provisión dinámica. Los reguladores podrían usar muchas fuentes diferentes de información para aplicar un sistema similar. En particular, podrían usar un directorio de créditos privados o provisiones totales para pérdidas de créditos sobre el ciclo económico.

Dado que las provisiones dinámicas son diseñadas usualmente usando información sobre la insolvencia de ciclos previos de préstamos, no hay garantía de que el sistema sea capaz de enfrentar todas las insolvencias de créditos en un cambio de tendencia a la baja. Además, el sistema de aprovisionamiento español no pudo parar el crecimiento del crédito en el reciente auge. Como los reguladores españoles expresan, el rápido crecimiento del valor de los colaterales, vinculados al auge de las propiedades, probablemente prevaleció sobre el aumento de sus costos crediticios derivados del aprovisionamiento dinámico. Por tanto, el sistema debería ser complementado con restricciones a las tasas de préstamo, valores de colaterales, que podrían ser absolutas o más restrictivas cuando los valores de las propiedades están creciendo rápidamente. En este sentido, desde el denominado Reporte de Ginebra, Brunnermeier *et al.* (2009), se ha argumentado que el efecto cuantitativo que el mecanismo español tuvo en la moderación del ciclo del crédito no fue suficiente, porque puso más peso sobre el crecimiento del crédito,

mientras que el mecanismo que ellos sugieren actuaría sobre niveles de apalancamiento y vencimiento de los desajustes.

En cualquier caso, el esquema español de aprovisionamiento dinámico fue el único instrumento macroprudencial establecido antes de la crisis actual que cumplió dos importantes criterios: está basado en reglas (lo cual es importante, porque la discreción será dura de usar en períodos de auge/euforia), y es variable (en el tiempo, aumentando en la medida en que las amenazas sistémicas se construyen), en otras palabras, es contracíclico.

### III. Temas a considerar y políticas complementarias

#### Intervenciones:

#### reglas *versus* discreción

Respecto a los amortiguadores contracíclicos (capital o provisiones) se plantea escoger entre dos opciones: si deben ser diseñados, como un instrumento discrecional o, más bien, como una regla guiada por fórmulas. Como indica el Informe Turner:

1. Bajo un sistema discrecional, los reguladores de bancos necesitarían juzgar el nivel apropiado de capital requerido, a la luz tanto del análisis del ciclo macroeconómico como de consideraciones macroprudenciales. Dicho enfoque podría ser construido sobre la

base del sistema Basel II Pilar 2 que da discreción a los reguladores de banca para incrementar el capital requerido, de la banca, a niveles que superan lo indicado por los cálculos del Pilar I, aunque éste no fue diseñado originalmente para servir a propósitos contracíclicos. El sistema discrecional tendría la ventaja de permitir un análisis del espectro de las condiciones macroeconómicas y macroprudenciales para la toma de decisiones, pero dependería crucialmente de la calidad e independencia de los juicios hechos.

2. Bajo un sistema guiado por fórmulas el nivel requerido de capital varía según alguna medida, como la del crecimiento de la hoja de balance. Ello proveerá una disciplina preestablecida con anterioridad, que no dependería del juicio ni –particularmente importante– estaría sujeta a la influencia de *lobbying* ni a los ciclos de optimismo y pesimismo, que afectan también a los reguladores. En efecto, el sistema español, que está basado en una fórmula fijada con antelación que define provisiones generales, prueba en la práctica que las reglas definidas *ex ante* pueden funcionar bien y proveer, por tanto, un modelo del cual puede aprender la comunidad internacional.
3. El Informe de Turner y otros (por ejemplo Ginebra) creen que hay razones suficientes

para que, en términos significativos, el régimen sea conducido por fórmulas. Ello podría combinarse con una discrecionalidad regulatoria a fin de añadir requisitos adicionales al factor determinado por vía de fórmula, de acuerdo a lo sugerido por un análisis macroprudencial, si ello es apropiado. Esto fue también el enfoque sugerido por Ocampo (2003), quien recomendó mezclar las reglas de provisión españolas con reglas discrecionales que se establecerían en el caso de que las autoridades considerasen excesivo el crecimiento del crédito, si hay un sesgo en la orientación de préstamos hacia sectores susceptibles a fuertes oscilaciones cíclicas (por ejemplo, bienes raíces), en cuyo caso los préstamos estarían sujetos a provisiones adicionales, y si el crecimiento de créditos por bancos individuales se expande respecto a un promedio. Es interesante indicar que, durante el auge reciente, aunque no se tratase de un mecanismo parecido al de España, algunos países establecieron provisiones adicionales para crédito en sectores específicos que experimentaron un crecimiento rápido (India con relación a bienes raíces, por ejemplo).

El tercer enfoque es probablemente el más apropiado. Es importante, sin duda, establecer reglas contracíclicas razonablemente simples que no pueden ser ignoradas durante

los buenos tiempos, cuando los argumentos del estilo de “esta vez es diferente” tratan de minar criterios regulatorios. La regla o fórmula podría hacerse más estricta mediante la imposición de requerimientos adicionales si hubiese un gran y largo auge que amenazase la estabilidad financiera y macroeconómica, o si los préstamos a ciertos sectores crecieran muy rápidamente.

Además, las innovaciones financieras, algunas de las cuales hubieran podido ser diseñadas precisamente para arbitrar regulaciones, podrían también requerir reglas contracíclicas adicionales más estrictas si los reguladores consideran que las mismas pueden incrementar el riesgo sistémico (D’Arista y Griffith-Jones, 2009b; U. K. Treasury, 2009). En un sentido más amplio, resulta esencial que las regulaciones sean similares para tipos similares de instituciones financieras, bien sea que estén emprendidas por el sistema bancario o los mercados de capital. En efecto, una de las limitaciones de las provisiones para pérdidas de préstamos es que se aplican solamente a los libros bancarios, y no a los bancos de inversión. Adicionalmente, estos últimos están evaluados a precios de mercado, un hecho que, en ausencia de cualquier sistema de corrección de los movimientos procíclicos de precios de activos, introduce otro factor procíclico al sistema. Entonces, como argumentaremos más adelante, la emisión de títulos en los mercados de capital –que es el equivalente a préstamos

de la banca– y derivados, también deberían estar sujetos a regulaciones contracíclicas (por ejemplo, sobre requerimientos de colateral y de margen o, alternativamente, requerimientos de reservas basados en activos).

Adicionalmente, las innovaciones financieras se incrementan durante los auges, cuando se propagan instrumentos nuevos que no han sido probados y son difíciles de evaluar. Esto agrava el carácter procíclico porque tales instrumentos, muchas veces opacos y también complejos, esconden riesgo y su precio es inferior a lo que le correspondería según su riesgo. Los reguladores deben limitar o prohibir el uso de tales instrumentos o, por lo menos, hacer más estrictas las reglas contracíclicas para las instituciones financieras que los utilizan extensivamente.

Un enfoque más directo fue sugerido como opción por Joseph Stiglitz en su intervención ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, en octubre de 2008. Este enfoque implicaría diseñar “límites de velocidad, restringiendo la tasa a la cual los bancos pueden expandir su cartera de préstamos”. Ésta es una alternativa interesante para la implementación de incentivos indirectos con el fin de conseguir el mismo objetivo. En efecto, en el pasado, países como Reino Unido y países en desarrollo, e inclusive Estados Unidos, siguieron tal enfoque con bastante efectividad, cuando fijaron límites al crecimiento total de los préstamos concedidos por bancos indivi-

duales y del sistema bancario. En el caso de que tales enfoques indirectos de regulación contracíclica resultaran insuficientes, quedaría establecido un argumento fuerte para el uso de un enfoque más directo, que también podría, quizás, aplicarse a través de la limitación de expansión de apalancamiento.

En el supuesto de que sean utilizados instrumentos indirectos de política contracíclicos, una cuestión que resulta clave es saber cuáles son los mejores indicadores para determinar cuándo se deberían incrementar cargas de capital o provisiones, o desembolsarlas cuando lleguen malos tiempos. En su *Informe Anual* de 2009 el Banco Internacional de Pagos –BIP– (Bank for International Settlements, BIS) realiza un análisis del impacto de tres variables posibles sugeridas en la literatura: variaciones en la amplitud de los márgenes sobre la tasa del crédito (variable sugerida por Gordy, 2009); cambio en crédito real (sugerida por Goodhart y Persaud, 2008), y un indicador compuesto que combina la tasa crédito/PIB y precios reales de activos (sugerida por Borio y Drehmann, 2009). La conclusión a la cual llega es que parece posible identificar indicadores macroeconómicos que señalan correctamente cuándo deben incrementarse los amortiguadores, pero es más difícil decidir cuándo liberarlos, especialmente para la última variable. Por esta razón, ellos recomiendan más discreción, combinándolo con una regla que determine las condiciones para pronosticar y ayude a evitar la captura regulatoria durante el auge.

### La regulación de liquidez

El apoyo a la necesidad de regulación de liquidez es significativo en varios informes y declaraciones, incluyendo la introducción de un elemento contracíclico a esta regulación. Ello obedece a que la crisis reciente mostró que el perfil de riesgo de bancos e instituciones financieras, en general, depende críticamente de la forma en que fondean sus activos. Como sostiene el Informe del Tesoro de Estados Unidos de septiembre de 2009, el excesivo fondeo de activos de más largo plazo con pasivos de corto plazo (depósitos o deuda) por un banco podría contribuir tanto, o más, a su fracaso como la insuficiencia de capital. Además, dicho informe afirma: “la liquidez es siempre, y en todas partes, un fenómeno altamente procíclico”. En efecto, puesto que el capital, aunque elevado, podría ser insuficiente para solventar problemas de liquidez en una crisis, los requerimientos de liquidez suficientemente independientes son también muy importantes.

En realidad, el que no estuviera presente prácticamente ninguna regulación de liquidez fue una gran y absurda omisión en el patrón previo a la crisis. Esto no ha sido siempre el caso. En 1951, los bancos estadounidenses tenían balances de reserva con la Reserva Federal en un nivel de más del 11% de los depósitos bancarios, dándoles un colchón muy confortable. A principios de los años 2000, este colchón había sido prácticamente obliterado con la contracción de balances de reserva al

0,2% de sus depósitos (D’Arista y Griffith-Jones, 2009b). Actualmente existe un consenso creciente sobre la necesidad de establecer un patrón regulatorio fuerte que se enfocara, no solamente en salvaguardar las posiciones de liquidez de los bancos cuando confrontasen eventos específicos, sino que también ayudara a la preservación del fondeo de liquidez de bancos, si ocurriesen contracciones de liquidez en todo el sistema.

A nivel internacional parece que ha habido menos discusión específica –en torno al mejor método de asegurar suficiente liquidez, y posiblemente hacerlo en una forma contracíclica– que sobre la cuestión de la solvencia relacionada con requerimientos de capital y provisión. Un enfoque posible consistiría en la valoración de requerimientos de liquidez, estimados sobre la base de la madurez residual de los pasivos de las instituciones financieras, generando así un incentivo directo para que el sistema financiero mantenga un patrón de pasivos apropiado. La calidad de los activos con la cual se cumple el requerimiento de liquidez es también crucial (Ocampo y Chiappe, 2003). Una alternativa derivada del patrón de requerimientos de reserva, típica de prácticas pasadas –como fue resumido en el párrafo previo– sería el establecimiento de un régimen que facilitara a los bancos centrales incrementar y reducir la liquidez de instituciones financieras, a través de variaciones en alguna forma de requerimientos de reserva (D’Arista y Griffith-Jones, 2009a).

La regulación de la liquidez tiene que ser complementaria con la de la solvencia. En este sentido, el Informe del Tesoro de los Estados Unidos de septiembre de 2009, sostiene, en forma correcta, que si bien el régimen regulatorio de liquidez debe ser independiente del de capital, es igualmente importante reconocer que son altamente complementarios. En efecto, este Informe considera que hay méritos para que los requerimientos regulatorios de capital sean una función del riesgo de liquidez de firmas bancarias. Sin embargo, aunque tener un nivel de capital claramente más alto no garantiza, totalmente, prevenir una corrida del crédito (pánico bancario), podría ser consistente con metas macroprudenciales requerir a aquellos bancos con desajustes estructurales más grandes, o que confíen en fuentes de financiamiento volátiles a corto plazo, retener más capital. Esto forzaría a los bancos a internalizar los costos que su mayor riesgo de liquidez impone sobre el sistema financiero, estimulándoles, de esta manera, a buscar fondeo de más largo plazo.

Los Informes de Ginebra y Warwick van más lejos recomendando que los reguladores incrementen los requerimientos de capital existentes por dos múltiplos, uno vinculado al crecimiento del crédito, y el otro al desajuste de plazos de vencimiento. El primer múltiplo, relativo a requerimientos de capital, sería una función del crecimiento de préstamos. Los reguladores se reunirían con los oficiales de la política monetaria (en el caso de que estén separados) en un

comité de estabilidad financiera. Esto produciría un pronóstico del crecimiento, de agregados activos bancarios, consistente con la meta del banco central para la inflación y el crecimiento estimado a largo plazo. El pronóstico tendría una banda razonable reflejando incertidumbre. Si los activos de un banco crecen menos que el límite inferior de la banda, podría tener un múltiplo más bajo.

Un ejemplo, dado en el Informe Warwick, supone que el Comité de Estabilidad Financiera concluyera que el crecimiento en activos bancarios agregados de entre 7,5 y 12,5% fue consistente con su meta de inflación del 3%. El crecimiento muy alto en los activos de un banco, del 25% o el doble del rango superior, podría conducir a doblar el nivel mínimo de suficiencia de capital de un 8 a un 16% de activos ponderados, por el riesgo.

Un segundo múltiplo para requerimientos de capital relacionaría al desajuste en el vencimiento de activos y pasivos bancarios. Una lección significativa de la crisis es que el riesgo de un activo puede estar determinado en gran parte por el vencimiento de sus fondos. Northern Rock, así como otros bancos, bien podrían haber sobrevivido con los mismos activos si el vencimiento promedio de sus fondos hubiera sido más largo.

Un múltiplo de liquidez se añade a los requerimientos de suficiencia de capital, para disuadir a los bancos de atenerse a las fuentes inapropiadamente riesgosas de fondos. Se

supone que los activos contra los cuales no se puede girar liquidez en el banco central tienen un vencimiento mínimo de dos años o más. Si un conglomerado de tales activos fuera financiado por depósitos a un plazo de dos años, no habría ningún riesgo ni carga de liquidez. Pero si el vencimiento del conglomerado de fondos fuese de un mes –y por tanto tendría que ser renovado mensualmente–, el múltiplo de liquidez sobre la base de la carga de capital estaría cerca de su máximo, digamos dos. De esta forma el requerimiento mínimo, de suficiencia de capital, subiría del 8 al 16%.

Por ejemplo, en un período de auge en el cual el primer múltiplo contracíclico también es dos, el requerimiento final de capital sería del 32% de activos ponderados por su riesgo (8 representa  $x2 \times 2$ ). Claramente esto es un número extremo que sería aplicado solamente cuando tanto el crédito está creciendo muy rápido como los desajustes de vencimiento son muy elevados. Los múltiplos de liquidez darían a los bancos un incentivo para conseguir fondos de más largo plazo, y cuando no lo pueden hacer, para tener un amortiguador de liquidez o reserva de liquidez que podría ser desembolsado en tiempos de tensión difíciles y que daría tiempo para que las instituciones pudiesen arreglar un problema de liquidez.

### Reglas contables

Es importante que la construcción de amortiguadores contracíclicos, tal como los requiere

la estabilidad financiera, se corresponda con la integridad y transparencia de los balances financieros. Una cuestión importante, como hemos señalado, es el diseño de reglas de contabilidad que permitan la construcción de provisiones para pérdidas latentes de préstamos, durante períodos de crecimiento del crédito. Esto es, adecuándose en la medida de lo posible a un sistema en el cual se hacen provisiones cuando el crédito es desembolsado, como implica el sistema español. Hay razones para creer que los encargados de establecer estándares de contabilidad modificarán los estándares para incluir regulación macroprudencial. El Foro de Estabilidad Financiera/Directorio de Estabilidad Financiera FEF/DEF (Financial Stability Forum/Financial Stability Board FSF/FSB), junto con los líderes del G-20 en la Cumbre de Londres en abril de 2009, impulsaron la cooperación entre los que fijan estándares de contabilidad y los reguladores, con el fin de mejorar los estándares de valoración y provisión.

El Informe Turner ha sugerido un enfoque que implicaría el uso de las reglas de contabilidad actuales para determinar ganancias y pérdidas, reflejando un enfoque de valor justo –ajustado al valor de mercado– para el libro de transacciones e información conocida sobre el actual servicio de préstamos y pérdidas incurridas. Esto sería complementado con la creación de una Reserva de Ciclo Económico no-distributable que acumularía ganancias en buenos

años para anticipar pérdidas probables en el futuro. Como se ha señalado antes, esta propuesta es exactamente equivalente al sistema español. Esta Reserva de Ciclo Económico también aparecería en la cuenta de ganancias y pérdidas, permitiendo la estimación de ganancias y pérdidas por cada acción antes y después de la reserva. Entonces, podrían reportarse dos medidas de ganancia: el método de contabilidad “tradicional”, y otro calculado después de reservas contracíclicas.

### Regulaciones complementarias

Dado el rol que los préstamos denominados en moneda extranjera han jugado en las crisis financieras de los países emergentes y los países en desarrollo –como ocurrió en varios países de Europa Central y del Este, e Islandia durante la crisis actual–, la prevención de desajustes de moneda en las carteras debe ser un objetivo regulatorio importante en estos países. Un enfoque simple, que siguen algunos de ellos, es la prohibición de desajustes de moneda en los portafolios de instituciones financieras y la prohibición o desaliento de conceder préstamos, en monedas extranjeras, a agentes que no tienen ingresos en esas monedas. Por ejemplo, Uruguay incrementa requerimientos de capital en un 25% (del 8 al 10%) si hay tales desajustes de moneda.

Además de la regulación de desajustes de moneda y de vencimientos, es también importante –no solamente para las economías

emergentes y en desarrollo, sino para toda economía– limitar las relaciones préstamo-valor, especialmente para préstamos al financiamiento de bienes raíces y de títulos de acciones. También pueden ser utilizadas reglas para ajustar los valores colaterales a variaciones cíclicas de precio. Un mecanismo complementario, que parece funcionar bien, es el de establecer límites mínimos de depósitos para hipotecas, por prestamista, que pueden ser fijos (p. ej. Canadá) o variar con el ciclo (p. ej. China). Tales métodos también pueden ser aplicados a otros instrumentos muy cíclicos, como las tarjetas de crédito. Tailandia ha utilizado pagos mínimos para pagos de tarjetas de crédito como una herramienta contracíclica.

## IV. Regulación más estricta y la oferta de crédito

Hay algunos pros y contras que tienen que ser ponderados cuando las regulaciones, tanto de solvencia como de liquidez, se hacen más estrictas para contrarrestar lo procíclico. Las reglas tienen que considerar los beneficios económicos de los capitales bancarios más elevados, que reducen tanto la probabilidad de incumplimiento bancario (y crisis mayores) como el reducido peligro de que, en tiempos malos, la insuficiencia de capital conduzca a una carestía de crédito, con efectos negativos, sobre la economía real. Sin embargo, tiene que

considerarse también que el requerimiento más elevado a nivel generalizado de capital incrementará el costo de intermediación en tiempos de auge y tendrá unas consecuencias negativas sobre prestamistas, particularmente los de menor capacidad de crédito. Esto podría ser afectar muy seriamente a empresas pequeñas y medianas con acceso limitado a otras fuentes de fondos.

En todo caso, después de la mayor crisis financiera que empezó en 2007, el nivel óptimo de capital está reconocido que es significativamente más alto que el que los reguladores consideraron apropiado en el pasado. Esta nueva evaluación está basada en la escala masiva de pérdidas económicas y financieras sufridas en todo el mundo a causa de la crisis. Incrementando los requerimientos de capital se podrían subir los costos de intermediación financiera, pero los beneficios de una reducción en la probabilidad de fallas bancarias y de daños económicos ya son vistos como extremadamente altos y oscila el balance a favor de fijar requerimientos de capital más altos (Informe Turner)<sup>2</sup>.

## V. ¿Cuán completa debería ser la regulación contracíclica?

### A nivel nacional

El caso de regulaciones más estrictas y contracíclicas de bancos está siendo aceptado de

forma creciente. Sin embargo, regulaciones más fuertes y contracíclicas sólo para bancos animarían la emigración de las transacciones y los riesgos de los bancos a instituciones no bancarias. Los bancos estarían tentados de esconder sus propios préstamos en vehículos asociados fuera de balances, tales como conductos y vehículos especiales de inversión. Esto representaría nuevas amenazas a la estabilidad financiera (U. S. Treasury, 2009; Stiglitz, 2009, y otros).

Ello representa, por tanto, un caso muy claro para que se aplique a todos los mercados una regulación contracíclica y más equivalente, incluyendo transacciones fuera de la Bolsa (OTC) a todos los bancos e instituciones financieras no bancarias, tales como *Hedge Funds* –o usando la terminología europea más apropiada, fondos de inversión– y a todos los instrumentos, tales como los derivados. Además, las regulaciones equivalentes necesitan ser aplicadas a bancos y mercados de capitales (BIS, 2009; Stiglitz, 2009; D’Arista y Griffith-Jones, 2009a; Palley, 2004).

El principio de regulación completa contracíclica parece el más claro y transparente. Como expresa el Informe Anual 2009 del Banco Internacional de Pagos: “ninguna parte del sistema financiero debería escaparse de una apropiada regulación”. Esto reducirá la probabilidad de futuras crisis.

Ello implicaría que todas las transacciones, fuera de la hoja de balance de los bancos,

deberían entrar en sus hojas de balance. Los títulos emitidos en mercados de capital también estarían sujetos a regulaciones equivalentes. El Informe del Foro de Estabilidad Financiera/ Directorio de Estabilidad Financiera FES/DEF del año 2009 (FSF/FSB, 2009), titulado “Consideraciones Sobre el Carácter Pro Cíclico del Sistema Financiero”, recomienda reforzar márgenes iniciales mínimos para instrumentos derivados que no cotizan en las bolsas de valores (OTC) y títulos, para reducir apalancamiento, mientras que requieran márgenes iniciales. Esto es positivo, ya que podría reducir la tendencia a la baja de márgenes y prácticas colaterales en tiempos de auge y crear efectos adversos en tiempos de estrés del mercado. Hacer requerimientos colaterales y de margen ciclo neutral, para que no declinen en caídas, como el FSF/FSB sugiere, podría ser positivo. Un tema para explorar es si tales requerimientos, tanto de colaterales como de margen (que son conceptualmente equivalentes a requerimientos capitales), no deberían ir más allá de esto y tener también elementos contracíclicos. Esto podría ser deseable cuando la emisión de títulos y derivados crece excesivamente (p. ej., por encima del promedio histórico); en ese caso los requerimientos de colaterales y capitales podrían ser incrementados.

Implantar un colateral de ciclo neutral o contracíclico y requerimientos de margen o de reserva de derivados y, más ampliamente, incorporar el control de muchos de los riesgos

sistémicos generados por derivados se facilitará mucho si los acuerdos bilaterales son reemplazados por contrapartes centrales (Central Counterparties-CCPs), donde los requerimientos serían comunes para todos los participantes.

De forma similar, toda institución financiera (incluyendo fondos de inversiones alternativas) debería tener regulaciones equivalentes, tanto de solvencia (especialmente sus apalancamientos) como de liquidez. Ello a fin de evitar la migración de actividades riesgosas a instituciones menos reguladas. Sobre esto, parece que está surgiendo un consenso retórico internacional, pero es esencial que tal amplitud de consenso se refleje en la puesta en práctica de una regulación suficientemente amplia y contracíclica. Esto inevitablemente será criticado por quienes se oponen a la regulación, motivados más por su deseo de maximizar ganancias, a corto plazo, que por el objetivo de la estabilidad financiera. La importancia de un claro compromiso por parte de las autoridades económicas con la estabilidad financiera es esencial en esta consideración.

Otra preocupación es el comprensible deseo de definir *ex ante* qué son instituciones sistémicamente importantes y regularlas más estrictamente. ¿Es esto posible? Puede que en realidad sea más simple regular todas las entidades que invierten o prestan, en representación de otras personas, usando su dinero, dándoles algún tipo de apalancamiento. Esto evitará arbitraje regulatorio y un incremento más rápido de riesgo en instituciones

reguladas en forma menos exigente. Como ya se señaló, este problema podría ser reducido parcialmente si la lista de instituciones sistemáticamente importantes fuera revisada de forma regular.

### A un nivel internacional

Claramente, los riesgos financieros y la crisis son transmitidos de un país a otro a través del contagio. Sin embargo, dado que los ciclos tienen factores nacionales, hay un creciente consenso (p. ej. Informes de Ginebra, Comisión Stiglitz UN e Informe Warwick) en que las regulaciones, en general, y las políticas contracíclicas en particular, deberían ser implementadas principalmente a nivel nacional y, por el país receptor, cambiando por lo tanto parte del énfasis, de la regulación del país donde se originan a la del país receptor. Esto implicaría que las agencias o sucursales de bancos extranjeros habrían de convertirse en subsidiarias capitalizadas separadamente. Esto también está conectado al hecho de que la mayoría de los rescates son realizados por las autoridades nacionales receptoras, por lo que el país prestamista de última instancia también necesitaría ser regulador. En realidad, la autoridad económica que diseña las reglas contracíclicas, en el país receptor, debería probablemente ser el Banco Central, que se enfoca en lo macro y en la estabilidad financiera ampliamente definida.

Aunque las medidas contracíclicas deberían ser aplicadas nacionalmente, sería mejor

si el criterio se coordinara internacionalmente para evitar un arbitraje regulatorio. Ciertamente, a nivel de la Unión Europea, los países deberían coordinar medidas contracíclicas sobre una base regional más amplia, como lo sugiere el Informe de Larosière. De hecho, la Unión Europea tiene el instrumento preciso: la Directiva Capital de Adecuación (CAD) que implementa la regulación Basel dentro de la Unión Europea, la cual puede ser modificada para tal propósito. La creación de los organismos de regulación, a nivel de la Unión Europea, como sugiere el Informe de Larosière, podría facilitar un poco más la coordinación europea de regulación contracíclica nacional.

Hay fuertes motivos para ir más allá y establecer una coordinación internacional de regulaciones contracíclicas. Esto está relacionado, primero, con el hecho de que la economía internacional y, especialmente, los vínculos financieros han ido creciendo lentamente, mientras los mercados son cada vez más globalizados. Como señala White (2009), esta integración implica que los indicadores puramente domésticos de comportamiento procíclico subestimarán la amenaza de estabilidad financiera, hasta el punto de que otros países podrían ser expuestos a presiones similares. Por lo tanto, es necesario tomar en cuenta las presiones relevantes en países relacionados o globalmente.

En segundo lugar, una crisis en otro país importante (especialmente si es acreedor o

deudor, o un importante socio comercial) puede tener un efecto significativo en la estabilidad financiera o productiva, de países vinculados a él a través de fuertes nexos financieros o comerciales. Por lo tanto, una mayor integración implica que todos los países tienen una legítima inquietud de evitar que excesos procíclicos ocurran en otros países, especialmente en los grandes.

Tercero, por razones de competitividad a corto plazo, los países –y especialmente sus instituciones financieras– podrían estar más dispuestos a implantar regulaciones contracíclicas si saben que otros países también lo hacen. Una razón básica es, por supuesto, que si algunos países implantasen regulaciones contracíclicas, mientras que otros no, esto inevitablemente conduciría a un arbitraje regulatorio. Sin embargo, podría argumentarse que a largo plazo los centros financieros mejor regulados (incluyendo reglas contracíclicas) serán financieramente más estables, y por lo tanto se harían más competitivos.

Por todas estas razones, parece deseable que el criterio para el diseño de la regulación contracíclica sea acordado internacionalmente. Un importante asunto, que podría requerir más investigación, es calibrar hasta qué punto las regulaciones contracíclicas deberían examinar solamente las variables domésticas, o deberían tomarse en cuenta las tendencias internacionales, tales como el crédito global o el aumento del precio de los activos.

Esta regulación debería ser aplicada nacionalmente por parte de los países receptores. Los países podrían necesitar adaptarlas a los factores específicos de sus sistemas financieros y sus economías. Sin embargo, los crecientemente fortalecidos organismos regulatorios internacionales deberían animar a todos los países, especialmente a los grandes con un sistema financiero más internacionalizado, a aplicar regulaciones contracíclicas.

Un último punto se relaciona con el asunto del momento de la reforma regulatoria. Es importante que tales cambios se adopten pronto, mientras permanezca alto el apetito por las reformas regulatorias. Sin embargo, su introducción debería hacerse con un desfase, para evitar que los requerimientos de incremento de capital y liquidez presionen sobre los bancos débiles, extendiendo así la restricción crediticia.

## VII. Conclusiones

En la economía de mercado moderna la regulación es muy importante, ya que influye significativamente el nivel de crédito en momentos particulares, y su evolución a través del tiempo. Como Greenwald y Stiglitz (2003) han demostrado, el nivel de crédito es la variable crítica en la determinación de la producción y empleo. En efecto, la importancia del rol del crédito ha sido subestimada por

académicos y los diseñadores de políticas que suelen dar más énfasis a la política monetaria. En la medida en que el crédito es una importante variable macroeconómica, una regulación buena y efectiva se vuelve una herramienta esencial de política económica.

La necesidad de que la regulación sea contracíclica fue inicialmente reconocida por un pequeño grupo aislado de académicos y algunas instituciones internacionales. Sin embargo, después de que la crisis global se agudizara, un compromiso internacional con el diseño de políticas contracíclicas se expandió ampliamente por parte de los hacedores de políticas.

La regulación contracíclica debe ser una parte importante de las estrategias económicas orientadas a estabilizar la economía por medio de la reducción del carácter procíclico de las finanzas y sus efectos en la economía real. Ello lo hace incorporando explícitamente el impacto de riesgos macroeconómicos y cambiando variables regulatorias cruciales en una forma contracíclica para desanimar auges de concesión de créditos y prevenir el crujido del crédito.

El acuerdo para implantar regulaciones contracíclicas es bastante amplio entre las autoridades económicas. También hay un creciente consenso en torno a que no resulta suficiente la reducción del carácter procíclico de las regulaciones existentes (como Basel II); asimismo es esencial también diseñar estrictas regulaciones contracíclicas para contrarrestar la

tendencia natural de la banca y de los mercados financieros hacia patrones de auge y caída. Las cuestiones claves son de carácter práctico: ¿cuál sería la mejor manera de implantar las regulaciones contracíclicas?

Inicialmente hubo un debate sobre cuáles serían los mejores instrumentos para lograr la regulación contracíclica, especialmente en lo que respecta a requerimientos de solvencia, pero también para la liquidez. Ahora hay un creciente acuerdo en torno a que deben usarse varios instrumentos en paralelo.

En el caso de la solvencia, esos instrumentos incluirían requerimientos de capital contracíclicos y provisión de préstamos o reservas no distribuibles, como también las proporciones de apalancamiento cíclicas y, tasas de préstamo-valor. Una alternativa para esto último son las reglas para ajustar los valores de los colaterales a las variaciones cíclicas de los precios, especialmente de los bienes reales.

El único problema en usar una gran selección de instrumentos puede ser su complejidad excesiva, lo que parcialmente refleja la complicación de problemas que enfrenta el sistema financiero. Un enfoque alternativo, más directo, sería que los reguladores limiten el crecimiento del crédito bancario. Esto podría ser relevante si los instrumentos de regulación contracíclicos más indirectos, discutidos previamente, no fueran lo suficientemente efectivos.

Las provisiones contracíclicas tienen la virtud de que ya han sido implementadas

exitosamente por las autoridades españolas durante un período de casi diez años. Ellas proveen un excelente precedente para otros países. Son muy valiosas especialmente para bancos en un período de fortalecimiento, aunque aparentemente menos efectivas para frenar expansiones excesivas de crédito. Un problema lo constituyen las tensiones entre la implantación de provisiones contracíclicas y las reglas de contabilidad, inicialmente moderadas en España porque el Banco de España diseña dichas reglas. Sin embargo, el diálogo entre organismos regulatorios internacionales y las asociaciones de contabilidad, desde la crisis global, está ayudando a facilitar el problema abiertamente. También es interesante señalar que, a pesar de que la disponibilidad de buenos datos por un largo período facilitó la implementación de provisiones contracíclicas en España, expertos españoles opinan que países que no tienen tan buenos datos podrían usar simulaciones.

Una decisión importante es optar por reglas o por una forma discrecional para implementar el carácter contracíclico. Parece haber una preferencia global por reglas ya predeterminadas que reducirán el riesgo de captura regulatoria, sea por intereses financieros o por el exceso de entusiasmo que caracteriza los períodos de auge. Las reglas podrían hacerse más estrictas, pero nunca más laxas, durante los períodos de auge. Indicadores apropiados (tal como el crecimiento del crédito y/o precios

de activos) necesitan ser seleccionados para asegurarse de que el colchón de capital contracíclico varíe efectivamente con el ciclo.

Asegurar suficiente capital, provisiones y reservas son la llave para la estabilidad financiera, como también lo es la liquidez, aunque esto último ha sido menos discutido. La regulación prudencial necesita asegurar niveles adecuados de liquidez para los intermediarios financieros. Una buena forma de hacerlo es establecer requerimientos de liquidez basados en el vencimiento residual de las obligaciones de las instituciones financieras.

Como la solvencia y la liquidez son complementarias, podría haber razones para tener requerimientos en forma conjunta, lo que implicaría requerir más capital en una forma contracíclica para instituciones con grandes desajustes de plazos de vencimiento. Sin embargo, dado que el capital nunca será suficiente para lidiar con serios problemas de liquidez, hay una clara razón para que el requerimiento de liquidez esté separado.

Respecto a las reglas de publicación de la contabilidad, éstas deberían satisfacer tanto la necesidad del inversionista como las de la estabilidad financiera. Una aproximación óptima podría fundamentarse en el enfoque de la doble publicación, según el cual las ganancias y pérdidas actuales se reportan, así como las que resultan, después de deducir las provisiones con perspectiva a futuro o reservas del ciclo económico no distribuibles que queden fuera

de las ganancias en buenos años, para posibles pérdidas en el futuro.

Hay algunas contradicciones importantes entre fuertes regulaciones contracíclicas y el acceso al crédito. Tales regulaciones resultarán en márgenes más elevados en la intermediación doméstica financiera. Podrían resultar en suministros de financiamiento por debajo del óptimo, especialmente en el crédito a largo plazo para pequeñas y medianas empresas (PYMES). Por lo tanto, podrían ser necesarios adicionales instrumentos para proveer suficiente crédito, particularmente para las PYMES. Mayores márgenes también podrían implicar que corporaciones con acceso directo a mercados de capital internacional pidiesen prestado del exterior, incrementando así la probabilidad de desajuste de monedas en las carteras de esos agentes. Por lo tanto, existe la necesidad de coordinación internacional de políticas regulatorias, como también de políticas específicas para lidiar con desajustes de moneda en carteras financieras.

Con la finalidad de evitar un arbitraje regulatorio es importante tener en cuenta la totalidad de la regulación contracíclica, tanto nacional como internacionalmente. Al respecto, la mejor aproximación parece la equivalente total regulación contracíclica para todas las instituciones, instrumentos y mercados. Esto incluiría también todas las instituciones no bancarias, tales como los fondos de inversión (los llamados “sistemas bancarios sombra”),

así como todos los instrumentos dentro de los bancos mediante la consolidación de todas las actividades dentro de la hoja de balance; ello debería incluir también el margen contracíclico y los requerimientos de colateral, sobre todos los títulos e instrumentos derivados.

La regulación contracíclica necesita ser implementada nacionalmente y, como los ciclos varían según el país, debería aplicarse en cada país receptor. Sin embargo, el criterio necesita ser definido a nivel nacional o regional (p. ej. dentro de la Unión Europea) aunque sea coordinado internacionalmente, debido a que los mercados son susceptibles de contagio. Así, una crisis en un país importante (especialmente si es un importante acreedor, deudor o socio de comercio) puede dañar seriamente la estabilidad financiera o la economía de otros países, a pesar de que ellos no hubiesen acumulado riesgo sistémico. Por lo tanto, en una economía globalizada, todos los países tienen una legítima preocupación por evitar el exceso procíclico en otros países.

Los argumentos en pro de una coordinación internacional que defina un amplio criterio para establecer regulaciones contracíclicas son, por tanto, fuertes. Esto parece requerir un considerable fortalecimiento de acuerdos regulatorios entre instituciones regionales y globales.

Un punto final se relaciona con el tiempo apropiado para introducir regulaciones de carácter contracíclico y más fuertes. Es impor-

tante acordar tales regulaciones en el despertar de una crisis, cuando el apetito político de reformas regulatorias es elevado. Esto también ayudará a restaurar la confianza en el sistema financiero. Sin embargo, tales reglas deberían empezar a operar gradualmente y sólo después de que la economía se recupere y las instituciones financieras se hayan vuelto más fuertes. Esto prevendrá el indeseable efecto de regulaciones más estrictas que empeoran o prolongan el efecto de una restricción de crédito en las consecuencias inmediatas de la crisis.

## Referencias bibliográficas

- Banco de España (2005): *Financial Stability Report*. Madrid, mayo.
- Bank for International Settlements (BIS) (2009): *Annual Report*, Basel.
- Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe (2001): "Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", en *Marrying the Macro –and Micro– Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Paper n° 1, marzo, Bank for International Settlements, Basel, pp. 1-57.
- Borio, Claudio y Mathias Drehmann (2009): "Assessing the Risk of Banking Crises-Revisited", *BIS Quarterly Review*, marzo, pp. 29-46.
- Brunnermeier, Markus; Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyun Shin (2009): *Fundamental Principles to Financial Regulation [Geneva Report]*, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Buiter, Willem (2009): "Forget Tobin Tax: There Is a Better Way to Curb Finance", *Financial Times*, 1 de septiembre, p. 20.
- CEPAL (2000): "A More Stable Macroeconomy", en *Equity, Development and Citizenship*, capítulo 8, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago.
- D'Arista, Jane y Stephany Griffith-Jones (2009a): "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford University Press, Nueva York.
- D'Arista, Jane y Stephany Griffith-Jones (2009b): "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", en K. S. Jomo (ed.), *Reforming the International Financial System for Development: Lessons from the Current and Recent Crises in Developing Countries*, Washington, D.C. G-24.
- Fernández de Lis, Santiago; Jorge Martínez Pagés y Jesús Saurina (2000): "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", *Working Paper* 0018, Banco de España. Reproduced in *Marrying the Macro –and Micro– Prudential Dimensions of Financial Stability*, *BIS Papers*, n° 1, marzo 2001.
- Financial Stability Forum Report (2009): *Addressing Procyclicality in the Financial System*, abril.
- G-20 (2009a): *Working Group 1– Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*, UK Treasury, Londres.
- G-20 (2009b): Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, *Declaration on Further Steps to Strengthen the Financial System*, Londres.
- Goodhart, Charles (2002): "Basel and Procyclicality", en Andrew Hilton (ed.), *Bumps on the Road to Basel*, Centre for the Study of Financial Innovation [CSFI], Londres.
- Goodhart, Charles y Avinash Persaud (2008): "A Party Pooper's Guide to Financial Stability", *Financial Times*, 4 de junio.
- Gordy, Michael B. (2009): "First, Do no Harm—A Hippocratic Approach to Procyclicality in Basel II", paper presentado a la *Conference Procyclicality in the Financial System*, organizada conjuntamente por el Netherlands Bank y el Bretton Woods Committee, febrero.
- Griffith-Jones, Stephany (1998): *Global Capital Flows: Should They be Regulated?* Macmillan y St. Martin's Press, Basingstoke, Reino Unido, y Nueva York.
- Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2003): *What Progress on International Financial Reform? Why So Limited?* Almqvist & Wiksell International, Expert Group on Development Issues (EGDI), Estocolmo.
- Griffith-Jones, Stephany, Stephen Spratt y Miguel Segoviano (2002): *The Onward March of Basel II: Can the Interests of Developing Countries be Protected?*, Paper presented at the Enhancing Private Capital Flows to

- Developing Countries Conference organized by the Commonwealth Secretariat and the World Bank, Londres.
- Jiménez, Gabriel y Jesús Saurina (2006): "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation", *International Journal of Central Banking*, nº 2 (2), pp. 65-98.
- Keynes, John Maynard (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres.
- Larosière, Jacques y otros (2009): *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, [Larosière Report]*, Bruselas.
- Minsky, Hyman P. (1982): *Can It Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Naciones Unidas, Executive Committee on Economic and Social Affairs (1999): *Towards a New International Financial Architecture*, CEPAL, Santiago.
- Ocampo, José Antonio (2003): "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries", en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Palgrave Macmillan, Londres, pp. 217-244.
- Ocampo, José Antonio (2008): "A Broad View of Macroeconomic Stability", en Narcís Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Oxford University Press, Nueva York.
- Ocampo, José Antonio y María Luisa Chiappe (2003): *Capital Account Regulations in Developing Countries*, Almqvist & Wiksell International, for Expert Group on Development Issues (EGDI), Estocolmo.
- Palley, Thomas I. (2004): "Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability", *Review of Political Economy*, vol. 16, nº 1, enero.
- Persaud, Avinash (2003): "Market Liquidity and Risk Management," en A. Persaud (ed.), *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, Risk Books, Londres.
- Saurina, Jesús (2009): *Dynamic Provisioning. The Experience of Spain*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice-presidency, nº 7.
- Stiglitz, Joseph (2001): "Principles of Financial Regulation: A Dynamic Approach", *The World Bank Observer*, nº 16(1), pp. 1-18.
- Stiglitz, Joseph (2008): "Testimony on the Future of Financial Services Regulation", House Financial Services Committee, 21 de octubre, Washington, D.C.
- Stiglitz, Joseph (2009): *Report of the Commission of Experts of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System [UN Stiglitz Commission]*. Nueva York, septiembre.
- Turner, Philip (1999): "Can Bank Regulations Be Used to Prevent Systematic Financial Failure during Periods of Macroeconomic Stress?", Paper presentado en el *High Level Dialogue on Banking Regulation*, Asian Development Bank Institute, Tokio.
- Turner, Philip (2000): "Procyclicality of Regulatory Ratios", *CEPA Working Paper* nº 13, enero, [www.newschool.edu/cepa/workingpapers/index.htm](http://www.newschool.edu/cepa/workingpapers/index.htm).
- Turner Review (2009): *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, marzo, Financial Services Authority.
- U.K. Treasury Committee (2009): *Banking Crisis: Regulation and Supervision*, julio, House of Commons, Treasury Committee, Fourteenth Report of Session 2008-09, Londres.
- U. S. Treasury Department (2009a): *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation [The White Paper]*, junio, U. S. Treasury Department, Washington, DC.

U. S. Treasury Department (2009b): *Principles for Reforming the U. S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms*, 3 de septiembre de 2009, U. S. Treasury Department, Washington, DC.

Warwick Commission Report (2009): *International Financial Reform*, noviembre. [www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/](http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/).

White, William R. (2009): *Should Monetary Policy "Lean or Clean"?*, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, n° 34.

## Notas

- <sup>1</sup> Para una excelente presentación del sistema español, véase Saurina (2009), a quien seguimos en esta sección.
- <sup>2</sup> Este argumento es parecido a aquel utilizado por los economistas que favorecen controles sobre flujos de capital excesivos hacia países en desarrollo en tiempos de boom. Aun reconociendo que hay ciertos costos micro-económicos ellos sostienen que el beneficio de menor riesgo de crisis futuras tiene más peso que dichos costos.



## La reforma del sistema monetario internacional

### Resumen:

Este ensayo propone una reforma del sistema monetario internacional que colocaría a los Derechos Especiales de Giro (DEG) como principal activo de reservas a nivel mundial y como la única moneda que maneja el FMI. Las emisiones de DEG se harían de acuerdo con reglas de manejo anticíclico, pero en magnitudes adecuadas a largo plazo para financiar la demanda adicional de reservas internacionales. Dichas emisiones proveerían, además, los recursos que demanda el financiamiento excepcional del FMI durante las crisis, que debería incluir una línea de sobregiro automática para todos los miembros. Podrían finalmente utilizarse para comprar bonos de los bancos multilaterales de desarrollo, creando así un “vínculo de desarrollo”. Las reformas complementarias deberían incluir una “cuenta de sustitución” que permita a los países cambiar sus activos en dólares por otros denominados en DEG, la promoción de la cooperación monetaria regional, y quizás el uso de los DEG en algunas transacciones privadas.

### *Palabras clave:*

sistema monetario internacional, reservas internacionales, Derechos Especiales de Giro, cuenta de sustitución, Fondo Monetario Internacional

### Abstract:

This paper argues for a reform of the international monetary system that would place Special Drawing Rights (SDRs) as the major world reserve currency, and the only currency used by the IMF. SDRs emissions would follow counter-cyclical rules but should be adequate in the long term to finance the additional demand for international reserves. Such emissions would also provide the resources required for IMF exceptional financing during crises, which should include an automatic overdraft facility for all its members. They could also be used to buy bonds from the multilateral development banks, thus creating a “development link”. Complementary reforms would include a

“substitution account” that would allow countries to exchange their dollar assets for SDR-denominated ones, the promotion of regional monetary cooperation, and the possible use of SDRs in some private transactions.

*Key words:*

international monetary system, world reserve, Special Drawing Rights, International Monetary Found, substitution account

## La reforma del sistema monetario internacional

### I. Introducción

En 1971 Estados Unidos abandonó unilateralmente la paridad entre el dólar y el oro, y la convertibilidad entre uno y otro que habían sido colocadas por el Acuerdo de Bretton Woods en el centro del sistema monetario internacional de la posguerra. Durante las cuatro últimas décadas, el mundo ha vivido, por lo tanto, bajo un sistema monetario internacional que está basado en lo fundamental en un dólar de carácter enteramente fiduciario –es decir, bajo un patrón fiduciario dólar–. Cualquier moneda puede competir con el dólar como moneda de reserva internacional, pero esta divisa ha continuado estando en el núcleo del

sistema. Una característica complementaria es la flexibilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas. En realidad, cada país puede adoptar el régimen cambiario que considere más apropiado, con la única restricción de que su política cambiaria no genere perjuicios notorios a otros países.

Este sistema debe ser reformado. La moneda que está en el centro del sistema, así como todas las alternativas nacionales o regionales (el caso del euro) carecen de lo que debe ser la esencia de una moneda de reserva: un valor estable. El sistema contribuye, además, a la generación de desequilibrios mundiales de pagos, que fueron uno de los factores que contribuyeron a la crisis financiera internacional

\* Profesor de la Universidad de Columbia, y miembro en 2009 de la Comisión de Expertos de la Asamblea General de Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional. Este documento ha sido preparado para un foro organizado por el Consejo de Economía Nacional de Venezuela.

que se desató desde agosto de 2007 y, particularmente, desde septiembre de 2008. El sistema genera, además, sesgos macroeconómicos a nivel internacional que son alternativamente inflacionarios o recesivos. Los inflacionarios surgen durante los auges económicos por la falta de restricciones que el sistema impone a los déficits externos de los Estados Unidos. Los recesivos se generan durante las crisis por una vieja característica de los sistemas de pago internacionales, que fue el centro de atención de las propuestas formuladas por John Maynard Keynes durante la Segunda Guerra Mundial: el sesgo en contra de los países deficitarios (con la excepción, en este caso, del país que provee la principal moneda de reserva). Y, por último, pero no menos importante, el sistema es inequitativo para los países en desarrollo (que incluyen las así llamadas “economías emergentes”) que deben acumular sus reservas en activos emitidos por países industrializados, lo cual genera una transferencia de recursos de países de ingreso bajo y medio hacia las principales economías industrializadas.

Antes del colapso financiero de septiembre de 2008, la preocupación principal de los analistas internacionales era la conjunción de depreciación del dólar y acumulación de pasivos externos netos de los Estados Unidos, como parte del problema más amplio de desequilibrios mundiales de pagos. De acuerdo con los estimativos de Reinhart y Rogoff (2009: 210-1), durante los años anteriores a

la crisis, Estados Unidos absorbió dos terceras partes de los excedentes de ahorro (equivalente, como se sabe, a los superávits en cuenta corriente) que arrojaron las principales economías superavitarias del mundo. El colapso financiero fortaleció temporalmente al dólar, mostrando que, después de todo, no existe una gran oferta de “activos seguros” alternativos a los títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, que cuentan con el mercado más amplio y líquido que cualquier otro activo financiero en el mundo. Pero la debilidad del dólar regresó en el segundo trimestre de 2009, generada ahora no tanto por la acumulación de pasivos netos de los Estados Unidos con el resto del mundo sino por la desconfianza que genera una deuda pública norteamericana galopante. Es importante señalar que dicho debilitamiento se ha producido pese a que el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se redujo sustancialmente durante la crisis.

La necesidad de cambiar el sistema mundial de reservas pasó de una controversia de carácter académico a un debate de política económica a nivel mundial, aún incipiente. Las propuestas formuladas por el gobernador del Banco del Pueblo de China (el banco central de dicho país) poco antes de la reunión del Grupo de los 20 (G-20) del 2 de abril de 2009 en Londres fueron un paso importante (Zhou, 2009). Esas propuestas reflejan las preocupaciones del principal acreedor de los Estados

Unidos por la seguridad de sus reservas internacionales denominadas en dólares. Casi simultáneamente, la Comisión convocada por el presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre Reforma del Sistema Monetario y Financiero Internacional, dirigida por el profesor Joseph Stiglitz, hizo propuestas muy similares (Naciones Unidas, 2009, cap. 5). El propio G-20, en su reunión del 2 de abril del 2009, resucitó a los casi moribundos Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional (FMI) con la decisión de emitir DEG equivalentes a 250.000 millones de dólares. Esta decisión fue complementada con la aprobación, por parte del Congreso de los Estados Unidos, en junio de 2009, de la última emisión de DEG, equivalente a 33.000 millones de dólares, que se había acordado en 1997 pero no se había hecho efectiva por falta precisamente de la aprobación norteamericana.

Este artículo revisa las deficiencias fundamentales del sistema monetario internacional vigente y analiza dos alternativas básicas de reforma. La primera estaría basada en la evolución gradual hacia un sistema basado en múltiples monedas de reserva. La segunda, y a juicio del autor, la deseable, es avanzar hacia un sistema mundial de reservas basado en los DEG –la alternativa propuesta por Zhou, una de las sugeridas por la Comisión de las Naciones Unidas y aquella que este autor ha defendido en varios trabajos anteriores (Ocampo, 2009 y 2010).

El ensayo está organizado en seis secciones, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda analiza las fallas del sistema actual. La tercera presenta las alternativas de reforma y explora con mayor detenimiento la primera de ellas. La cuarta se adentra en el análisis de un sistema mundial de reservas basado en los DEG. La quinta analiza algunas reformas complementarias. La última presenta las conclusiones del trabajo.

## II. Las deficiencias del sistema actual

El sistema monetario internacional actual tiene tres deficiencias básicas.

La primera es la distribución asimétrica de los costos de ajuste entre países superavitarios y deficitarios, ya que la presión a ajustar las cuentas externas recae desproporcionadamente sobre los segundos. Este ajuste asimétrico genera, a su vez, un efecto negativo sobre la demanda agregada mundial –es decir, un sesgo recesivo o, en terminología más tradicional, deflacionario–. Esta presión al ajuste y los efectos recesivos que genera a nivel internacional son particularmente severos durante las crisis cuando, ante la falta de financiamiento externo adecuado y la amenaza de fuga de capitales, los países deficitarios se ven obligados a reducir sus desequilibrios externos, en tanto que los países superavitarios no

enfrentan una presión similar a corregir sus propios desequilibrios. Esta característica, que por lo demás el sistema actual comparte con todos los que lo antecedieron, puede denominarse el *sesgo antikeynesiano*, en honor a Keynes, que precisamente resaltó este problema en las propuestas de reforma financiera internacional que propuso durante la Segunda Guerra Mundial (Keynes, 1942: 3). Su sugerencia fue crear una Unión (Cámara) de Compensación Internacional que haría más simétrico el ajuste, al forzar a los países superavitarios a financiar automáticamente a los deficitarios. Como esta propuesta fue rechazada en las negociaciones que condujeron a la creación del FMI<sup>1</sup>, los sistemas de pagos de posguerra heredaron esta deficiencia básica, aunque crearon un mecanismo parcial y altamente condicional para financiar, a través del FMI, a los países que enfrentan crisis de balanza de pagos.

El segundo problema está asociado al uso de una moneda *nacional* como la principal moneda *internacional*. Este problema se denomina el *dilema de Triffin*, en honor al economista belga que lo formuló con claridad en los años sesenta (Triffin, 1961 y 1968). La fuente del problema es clara: para proveer liquidez internacional, el país que emite la principal moneda internacional debe incurrir en déficit de balanza de pagos, ya sea en cuenta corriente o de capitales. Sin embargo, estos déficit y la consecuente acumulación de pasivos con el

resto del mundo, tienden a erosionar la confianza en la principal moneda de reserva. El mundo pasa, por lo tanto, a ser rehén de ciclos de confianza y desconfianza en la principal moneda de reserva.

En los años sesenta, este problema se reflejó en la presión sobre las reservas de oro del Banco Central de los Estados Unidos, la Reserva Federal, una presión que eventualmente llevó, como se señaló a comienzos de este ensayo, a devaluar el dólar y abandonar la convertibilidad de dólares por oro a comienzos de los años setenta. Entonces existía el temor de que, si Estados Unidos dejaba de incurrir en déficit externos, la liquidez de la economía mundial se vería amenazada, reproduciendo los problemas que se generaron durante la fase de "escasez de dólares" (*dollar shortage*) que sucedió a la Segunda Guerra Mundial. Esa preocupación fue la que llevó a la decisión de crear los DEGs en los años sesenta, con el objetivo, consignado en los Artículos VIII (Sección 7) y XXII del Convenio Constitutivo del FMI, de convertir tales derechos en el principal activo de reserva del sistema monetario internacional. En términos de los conceptos que se utilizaron ampliamente en la época, el objetivo era crear un sistema menos "errático" o "caprichoso" de provisión de liquidez internacional que uno basado en los déficit externos de los Estados Unidos (que en aquella época estaba todavía complementado con otros efectos "caprichosos", asociados a la producción de oro).

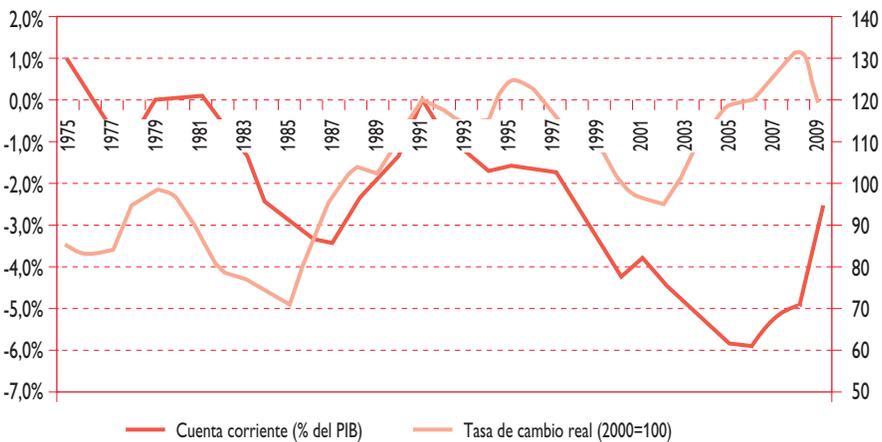
Bajo el régimen fiduciario dólar, la principal manifestación del dilema de Triffin ha sido diferente. Como indica el gráfico 1, su principal reflejo han sido los ciclos cada vez más intensos de déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, que tienen como correlato fluctuaciones también fuertes en el valor real de la divisa norteamericana, que por lo tanto ha carecido de lo que al inicio del ensayo se señaló como la principal característica que debe tener la moneda que está en el centro del sistema: un valor estable. Por lo demás, el hecho de que los déficits en cuenta corriente norteamericanos se hayan transformado en la norma indica que, en contra de los temores que se desataron en los

años sesenta (y antes, durante el período de “escasez de dólares”) de inadecuada generación de liquidez internacional, las limitadas restricciones que el sistema actual impone a los déficits de Estados Unidos implica que el patrón fiduciario dólar tiende a generar, más bien, durante los fases periódicas de auge de la economía mundial, excesiva liquidez internacional –es decir, un sesgo inflacionario.

La tercera falencia es la *inequidad creciente* que caracteriza al actual sistema mundial de reservas. El hecho de que las reservas internacionales se mantienen en activos en dólares (en particular en títulos del Tesoro norteamericano) implica que no son otra cosa

Gráfico 1

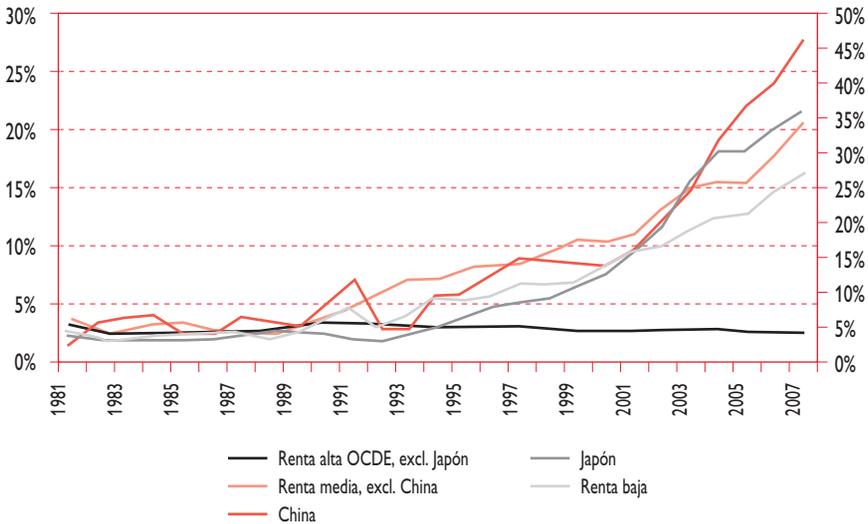
Balance en cuenta corriente y tasa de cambio real de los Estados Unidos



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales. La tasa de cambio real se muestra de tal forma que un aumento indica una depreciación real (la convención contraria a la que utiliza el FMI). Se estima, por lo tanto, como el inverso de la tasa de cambio real calculada por el Fondo.

Gráfico 2

Reservas internacionales, excluyendo oro, como porcentaje del PIB  
(escala izquierda, excepto para China)



Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, basados en información del FMI.

que préstamos a los países ricos y, especialmente a los Estados Unidos, a tasas de interés muy bajas. Este hecho genera, por lo tanto, una pérdida para los países en desarrollo, que tienen como contrapartida de dichos activos internacionales unos pasivos con costos más elevados y deben incurrir, además, en los costos internos asociados a la esterilización de dichas reservas<sup>2</sup>.

Este problema se ha visto acrecentado por el comportamiento procíclico del financiamiento externo hacia los países en desarrollo. Ese patrón genera riesgos de crisis de balanza

de pagos y financieras en dichos países, que han sido frecuentes desde mediados de los años setenta<sup>3</sup>. La respuesta más generalizada en el mundo en desarrollo ha sido la acumulación masiva de reservas internacionales como mecanismo de “auto-aseguramiento” o “auto-protección” contra dichas crisis. En efecto, como indica el gráfico 2, mientras hasta los años ochenta las reservas intencionales de los países en desarrollo no eran muy diferentes a las de los industrializados (en torno al 3% del PIB), con la fuerte crisis que caracterizó dicha década se inició una fase de

acumulación de reservas, que se hizo aún más intensa después de la secuencia de crisis en las economías emergentes (primero Asia Oriental, y luego Rusia y América Latina) que se inició en 1997. Como resultado de ello, para 2007, antes de la crisis financiera internacional reciente, los países de ingreso bajo y medio (excluyendo en este último caso a China) habían acumulado reservas equivalentes al 16,2 y 20,6% de sus respectivos PIB; China había acumulado para entonces reservas que sumaban el 46,7% de su PIB.

Aunque estas reservas probaron ser un mecanismo útil para reducir la vulnerabilidad de los países en desarrollo frente a la crisis mundial reciente, representan una transferencia de recursos hacia el mundo industrializado. Además, aunque racionales desde el punto de vista de cada país, generan una “falacia de composición”, ya que la acción simultánea de los países en desarrollo contribuye en este caso a la generación de los desequilibrios mundiales de pagos. Como se ha reconocido ampliamente durante la crisis reciente, un mejor “seguro colectivo”, en la forma de financiamiento amplio y menos condicional del FMI, podría contribuir a reducir la demanda de reservas. Sin embargo, la excesiva condicionalidad que ha caracterizado dicho apoyo en el pasado y el “estigma” que ha generado acudir al FMI, ha llevado a los países en desarrollo a preferir el escudo del “autoaseguramiento” al financiamiento del Fondo.

De hecho, uno de los riesgos que estos países han querido minimizar a través de la acumulación de reservas es precisamente el de tener que acudir al financiamiento del FMI en caso de dificultades.

### III. Las alternativas de reforma

En esencia hay cuatro alternativas posibles de reforma. La primera y, en cierto sentido, la solución inercial, sería dejar que el sistema actual evolucione hacia uno basado en múltiples monedas de reserva. La segunda sería poner un verdadero activo mundial de reserva en el centro del sistema. Como los DEG ya han sido creados y han recibido atención por parte del G-20 durante la crisis reciente, la solución obvia es reforzar este mecanismo de cooperación internacional. La tercera sería crear una nueva institución, ya sea la Cámara de Compensación Internacional de Keynes o un Banco Mundial de Reservas<sup>4</sup> que emitirían su propia moneda (“bancor” en la propuesta de Keynes) y que sirviera además como banco central de los bancos centrales. Sin embargo, negociar la creación de una nueva institución internacional tiene pocas probabilidades de éxito, y por ello esa propuesta no se analiza en este ensayo. La última sería regresar al oro como centro del sistema, pero retornar hacia esa “reliquia de los bárbaros”, para utilizar la terminología de

Keynes, no tendría ningún sentido, ya que la tendencia de los sistemas monetarios del mundo a lo largo de los últimos siglos ha sido la contraria: abandonar los patrones metálicos y colocar monedas *fiduciarias* en el centro de los sistemas monetarios modernos. Por eso, y aunque el oro puede volver a jugar un papel algo mayor como activo de reserva (ya ha comenzado a hacerlo en algunos casos), tampoco exploraremos esta alternativa<sup>5</sup>.

La posibilidad de usar distintas monedas de reservas ya está implícita en el sistema actual, pero es todavía una característica secundaria. En efecto, la información disponible en el FMI sobre composición de reservas internacionales indica que durante la primera década del siglo XXI aproximadamente dos terceras partes de las reservas internacionales estaban invertidas en activos en dólares. Este hecho se reflejó, además, durante la crisis reciente en la evidencia de que no hay alternativa en el mundo al mercado de títulos del Tesoro de los Estados Unidos en términos de profundidad y liquidez. En particular, la alternativa más cercana, el euro, demostró ser inferior, ya que no existe realmente un mercado regional de eurobonos y, más en general, a que esta moneda está respaldada por un conjunto heterogéneo de países en términos de poder y estabilidad económica.

La ventaja fundamental de un sistema de este tipo es que proporcionaría a todos, pero en especial a los países en desarrollo, la posibili-

dad de diversificar la composición de sus activos internacionales. Sin embargo, ninguna de las deficiencias señaladas en la sección anterior sería corregida. En particular, cada moneda de reserva, tomada individualmente, seguiría siendo inestable y los países en desarrollo seguirían transfiriendo recursos hacia los industrializados, que en lo fundamental seguirían siendo los emisores de dichas monedas. El sistema no corregiría, además, la demanda de “auto-aseguramiento” de los países en desarrollo ni el sesgo antikeynesiano.

La flexibilidad de los tipos de cambio de las principales monedas sería, paradójicamente, tanto una ventaja como un costo potencial de un sistema de este tipo. El beneficio se derivaría del hecho de que dichas monedas no estarían sujetas a la especulación contra paridades fijas, que terminó destruyendo tanto el bimetalismo en el siglo XIX como la paridad fija dólar-oro del patrón monetario internacional aprobado en Bretton Woods. Sin embargo, en la medida en que los bancos centrales sustituyan activamente la composición de sus activos para apropiarse de los beneficios de la diversificación, el sistema podría acrecentar la volatilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas. Esto generaría, a su vez, una demanda para restablecer paridades fijas entre las principales monedas, pero hacerlo en un mundo de alta movilidad de capitales sería una tarea titánica. En otras palabras, una reforma de este tipo eliminaría la flexibilidad

del sistema, que es precisamente una de sus virtudes.

Es posible que el sistema monetario internacional evolucione hacia uno con mayor peso de monedas diferentes al dólar, con características regionales diversas, dependiendo de los disímiles lazos comerciales con Estados Unidos vs. Europa en distintas regiones del mundo. Además, el sistema podría incluir el uso cada vez más amplio de activos denominados en renminbi, especialmente en Asia, a medida que el gobierno chino avance en la estrategia, que ya hizo pública durante la crisis reciente, de internacionalizar gradualmente el uso de su moneda. Sin embargo, esta solución inercial sería subóptima, ya que, como se señaló en los párrafos anteriores, no resolvería ninguno de los problemas del sistema actual.

#### **IV. Un sistema mundial de reservas basado en DEG**

La alternativa a la evolución inercial del sistema sería diseñar una arquitectura monetaria internacional basada en un activo de reserva verdaderamente internacional. La opción más viable sería completar la transición hacia un sistema en que, como quedó consignado en el Convenio Constitutivo del FMI a fines de los años sesenta, los DEG se transformarían en principal activo de reserva del sistema monetario internacional. Esta expectativa no se realizó.

La emisión inicial de DEG de 1970-1972 representó en torno al 10% de las reservas internacionales en divisas (es decir, excluyendo oro), pero con el tiempo esa proporción se redujo a un insignificante 0,5% poco antes de la crisis reciente. Aun con las asignaciones realizadas en 2009, dicha proporción apenas representa hoy un 5% de las reservas (Williamson, 2009).

La reforma del sistema debería además enfrentar en la actualidad retos algo diferentes a aquellos que fueron objeto de debate cuando se crearon los DEG<sup>6</sup>. En particular, el problema de provisión adecuada de liquidez internacional ciertamente no es importante hoy en día, salvo durante coyunturas críticas. Por el contrario, de acuerdo con la segunda sección de este ensayo, si algo puede decirse es que el patrón fiduciario dólar tiene en realidad el problema opuesto: un sesgo inflacionario durante los períodos de auge de la economía mundial. Pero el mundo continúa necesitando, como entonces, un sistema de provisión de reservas mundiales más estable y menos “errático”, en particular uno que *no* dependa, en lo posible, de las idiosincrasias de la economía dominante y de sus políticas macroeconómicas.

Esto fue precisamente lo que señaló el gobernador del banco central chino cuando hizo un llamado a cimentar el sistema en “una moneda internacional de reserva que debe estar, en primer término, anclada a un punto de referencia estable y ser emitida de acuerdo con reglas claras, que aseguren su provisión

adecuada; en segundo lugar, su oferta debe ser suficientemente flexible para permitir el tiempo necesario para que se ajuste a su cambiante demanda; en tercer lugar, tales ajustes deben estar desconectados de las condiciones económicas y los intereses soberanos de cualquier país individual” (Zhou, 2009)<sup>7</sup>. Sin embargo, aparte de crear un sistema monetario internacional más ordenado, libre del dilema de Triffin, un sistema basado en DEG debería también contribuir a corregir, al menos parcialmente, los otros dos problemas del sistema: el sesgo antikeynesiano y la excesiva demanda de auto-aseguramiento de los países en desarrollo, que acrecientan sus inequidades.

La emisión de DEG podría seguir dos caminos diferentes. Lo más deseable sería emitirlos de acuerdo con reglas anticíclicas claras y, de esta manera, concentrar las emisiones durante las crisis (Naciones Unidas, 1999; Camdessus, 2000; Ocampo, 2002). La segunda sería hacer emisiones regulares que reflejen la demanda adicional de reservas mundiales (Stiglitz, 2006, cap. 9). La Comisión de las Naciones Unidas propuso asignaciones equivalentes a entre 150.000 y 300.000 millones de dólares anuales, que es la suma que también debería emitirse a largo plazo si se sigue una regla anticíclica. Una forma de hacer consistentes estas dos alternativas sería hacer asignaciones regulares pero congelarlas durante los períodos de auge hasta que la economía entre en una desaceleración o recesión, de acuerdo con reglas preestablecidas.

Una forma de reducir las presiones que enfrentan los países deficitarios durante las crisis sería atar las emisiones de DEG al financiamiento del FMI durante las crisis. Una alternativa sería la que propuso el reconocido economista del FMI Jacques Polak (1979; véase también Clark y Polak, 2004) hace tres décadas: hacer todos los préstamos durante las crisis emitiendo DEG (de manera similar a como los bancos centrales crean dinero con los préstamos que realizan durante las crisis), pero destruyendo dichas emisiones una vez se cancelen los préstamos, para evitar crear liquidez permanente. De acuerdo con esta propuesta, habría límites globales a la magnitud de las emisiones, así como individuales para los países prestatarios. (Como se señaló en el párrafo anterior, a largo plazo habría que crear, en cualquier caso, emisiones permanentes de DEG consistentes con la demanda adicional de reservas a nivel mundial.) Otra alternativa sería considerar las emisiones de DEG como “depósitos” de los países en el FMI, que pueden ser utilizados por dicho organismo para prestar recursos a los países que lo necesitan, así como para hacer potencialmente otras transacciones, como se señala más adelante.

Cualquiera de estas dos variantes solucionaría, además, el problema recurrente que enfrenta el FMI: cómo obtener recursos adecuados para poder aumentar rápidamente su financiamiento durante las crisis. La forma

tradicional, que por lo demás fue la que aprobó de nuevo el G-20 en su reunión de abril de 2009, es acudir a préstamos de los países miembros. Esta solución no es, sin embargo, verdaderamente multilateral y, en particular, otorga excesivo poder a los países que facilitan los recursos.

Cualquier reforma debe, además, aumentar significativamente el tamaño del FMI, que se ha rezagado en relación con el crecimiento de la economía mundial desde los años setenta, en especial en relación con los flujos de capital (FMI, 2009). La vía tradicional de hacerlo es ampliar las cuotas de los países miembros, pero un FMI basado exclusivamente en DEG resolvería igualmente este problema, con la característica, obviamente, de que las “cuotas” serían los DEG emitidos en favor de países individuales. Una ventaja de este sistema es que eliminaría la necesidad que tiene hoy el FMI de manejar una multiplicidad de monedas, la mayor parte de las cuales no se puede utilizar para hacer préstamos (sólo un 30% de la cuota está realmente disponible para este propósito, de acuerdo con los estimativos de Polak). Si se mantiene la forma tradicional de hacer los aportes, debería eliminarse, sin embargo, la provisión inequitativa que obliga a los países en desarrollo a hacer parte de sus aportes en DEG o monedas duras. Esto haría los aportes de cuota equivalentes a un sistema generalizado de canjes (*swaps*) de monedas.

Una de las críticas frecuentes es que las emisiones de DEG no tendrían ningún “respaldo”. En términos estrictos, y como lo indica la experiencia de las monedas nacionales, el problema esencial de toda moneda fiduciaria no es el respaldo que tienen sino la disponibilidad de quienes la usan de recibirla como pago en las transacciones comerciales o financieras. Por eso, lo único que los DEG necesitan es el compromiso de todos los miembros del FMI de recibirlos a cambio de sus propias monedas cuando otro banco central de un país miembro lo demande –un compromiso que, por lo demás, quedó consignado en el Convenio del FMI cuando se crearon los DEG en los años sesenta-. Si se desea, sin embargo, bajo el sistema propuesto de que los DEG se consideren depósitos de los países en el FMI, esta institución podría invertir esos recursos en títulos del Tesoro de distintos países. Esas inversiones constituirían el “respaldo” de los DEG. Durante las crisis, una parte de esas inversiones deberían ser liquidadas para financiar la expansión de los programas de préstamo del Fondo y el respaldo pasaría a estar constituido en parte por dichos préstamos. Por lo demás, este tipo de operaciones del FMI serían similares a las de cualquier banco central nacional.

En cualquier esquema que se diseñe, es necesario resolver, además, el problema de redistribución de las cuotas del FMI que, pese a algunas reformas marginales recientes, no corresponden con las realidades de la economía mundial de hoy. Por supuesto, en el sistema

propuesto, las “cuotas” no tendrían la connotación de aporte de recursos, pero determinarían de todas maneras la participación de los países en la asignación de DEG, sus límites de endeudamiento con el Fondo y, conjuntamente con los votos básicos, su poder de voto.

En un esquema de esta naturaleza, el elemento crítico para garantizar la demanda de DEG es, como se señaló, el compromiso de los otros países miembros a recibirlos a cambio de sus monedas. Sin embargo, podría ser conveniente establecer reglas que garanticen dicha demanda, por ejemplo el compromiso de los miembros del Fondo, incluyendo los países en desarrollo, de mantener una alta proporción (o incluso la mayor parte) de las asignaciones de DEG mientras no estén en un programa de crédito, y de reconstituir gradualmente dicha tenencia una vez hayan sido cancelados los préstamos correspondientes. La otra alternativa sería permitir un uso de los DEG en transacciones que involucren al sector privado (véase, al respecto, la sección siguiente).

Como ya se señaló, estas propuestas deben estar complementadas con reformas en otras áreas, que permitan superar los demás problemas que tiene el sistema actual, en especial el sesgo antikeynesiano y las inequidades que enfrentan los países en desarrollo bajo dicho sistema. Un ingrediente esencial en este campo sería una mejor coordinación de las políticas macroeconómicas de las principales economías —un mecanismo que, por lo demás, debería ser

institucionalizado en el FMI en vez de organismos *ad hoc* (el G-7/8 antes y ahora el G-20)—. Dicha coordinación debería ejercer una presión fuerte sobre los países superavitarios, para hacer más simétricas las presiones que enfrentan estos países vs. los deficitarios. Una forma de ejercer una presión adicional sería reducir las asignaciones de DEG a los países que tengan superávit o reservas internacionales “excesivas”. En este caso, la definición de qué es un nivel de “reservas excesivas” debería tener en cuenta las asimetrías de la economía mundial que obligan a los países en desarrollo a tener niveles de reservas muy superiores a los de los países industrializados.

Una manera de reducir el sesgo antikeynesiano sería adoptar al menos uno de los elementos de las propuestas de Keynes: la creación de una línea de sobregiro (en terminología del FMI de hoy, un derecho de giro de carácter automático), que podría ser utilizada en forma *incondicional* por cualquier miembro, en montos y plazos obviamente preestablecidos. Si éstas son adecuadas, el uso de las asignaciones de DEG podría, de hecho, cumplir gran parte de este objetivo.

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, habría que crear diferentes mecanismos para corregir las inequidades del sistema actual. Un mejor mecanismo de financiamiento de las crisis de balanza de pagos —es decir, un mecanismo con montos adecuados y libre de las condicionalidades típicas del pasado—

contribuiría a este resultado, al crear un buen “seguro colectivo” que redujera, por lo tanto, la necesidad de “auto-aseguramiento”. Más allá de ello, sería necesario adoptar dos reformas adicionales y, en realidad, complementarias, enfocadas específicamente a reducir las inequidades del actual sistema monetario internacional. (Como se señala en la sección siguiente, una tercera alternativa, también complementaria, sería hacer un uso mucho más activo de los fondos regionales de reserva.)

La primera sería hacer las asignaciones de DEG en parte o totalmente en función de la demanda de reservas. En la medida en que, debido a la mayor volatilidad de los flujos de capital, dicha demanda es mayor en los países en desarrollo, esto implicaría que esos países recibirían una proporción alta y, eventualmente, la totalidad de las asignaciones de DEG. Esto significaría, obviamente, que la asignación de DEG no coincidiría con la distribución de cuotas, que en el caso de un Fondo basado exclusivamente en DEG estarían constituidas exclusivamente en dicha moneda internacional y daría lugar, por lo tanto, a compras de DEG por parte de los países industrializados para conformar sus cuotas.

La segunda sería crear un “vínculo de desarrollo” en las asignaciones de DEG, similar al sugerido en los años sesenta por un Grupo de Expertos convocado por la Conferencia de las Naciones Unidas para Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus más conocidas siglas en inglés) (UNCTAD, 1965). La mejor alternativa

sería permitir que, con los DEG no utilizados y por ello “depositados” en el FMI, este organismo adquiriera bonos de los bancos multilaterales de desarrollo (tanto el Banco Mundial como los bancos regionales y quizás algunos sub o interregionales, como la Corporación Andina de Fomento o el Banco Islámico de Desarrollo), que por lo tanto ampliarían la capacidad de crédito de estos organismos. Una virtud de este mecanismo es que un grupo mucho mayor de países en desarrollo pueden acceder a préstamos de estos organismos que a los del FMI.

Por supuesto, existe también la alternativa de que los países industrializados donen sus asignaciones de DEG para propósitos de desarrollo, ya sea para financiar los programas de Asistencia Oficial al Desarrollo o la provisión de bienes públicos globales como el combate al cambio climático –una propuesta que ha sido formulada por Stiglitz (2006), entre otros–. Su problema fundamental es que involucra una operación fiscal y, por ende, debe ser aprobada anualmente por los parlamentos de los países que hacen la donación, mientras que el mecanismo sugerido sólo requeriría el uso de operaciones de financiamiento aprobadas por las respectivas juntas directivas de los organismos financieros multilaterales.

Como ya se ha señalado, cualquier solución exige, además, una reforma profunda de la condicionalidad del FMI, que es una de las causas de la excesiva demanda de reservas internacionales como “auto-aseguramiento”

y del estigma asociado a los préstamos del Fondo. Cabe señalar que en marzo de 2009 se mejoraron significativamente las líneas de financiamiento del FMI, al crear la Línea de Crédito Flexible con propósitos preventivos, doblar otras líneas de crédito, permitir un uso más amplio de los acuerdos ordinarios del Fondo (los acuerdos de Stand-By) con propósitos preventivos (los así llamados “high-access precautionary arrangements” o acuerdos preventivos de amplio acceso) y eliminar la relación entre desembolsos y condicionalidad estructural. Una de las deficiencias básicas de la Línea de Crédito Flexible es, sin embargo, que divide arbitrariamente a los países en desarrollo en dos grupos: los que tienen “buenas” políticas y aquellos que el FMI no clasifica como tales, lo cual puede obviamente aumentar los riesgos que el mercado percibe que tienen los segundos. Por lo demás, esta clasificación convirtió implícitamente al FMI en una agencia calificadora de riesgo.

En cualquier caso, conviene resaltar un hecho que es evidente: que los activos tienen una connotación diferente a los pasivos en una hoja de balance. Por este motivo, las asignaciones de DEG, que representan un *activo* de los países, serán siempre preferibles a la adquisición de mayores pasivos con el FMI, aun si estos últimos son automáticos y exentos de condicionalidad, como en la línea de sobregiro propuesta anteriormente.

En síntesis, la reforma deseable y viable, dadas las decisiones ya adoptadas por los miembros del FMI en el pasado y por el G-20 en 2009, sería evolucionar hacia un FMI basado totalmente en DEG y con foco anticíclico claro. Este último involucraría *asignaciones* anticíclicas de DEG, que generarían liquidez “incondicional” y que además permitirían financiar una labor más activa de préstamos del Fondo a los países que enfrentan necesidades de financiamiento durante las crisis, tanto proporcionando liquidez incondicional (las líneas de sobregiro) como condicional (otras formas de crédito). Aunque algunas de las medidas necesarias (las propias asignaciones de DEG y algunas de las reglas para su uso) podrían ser hechas sin reformas al Convenio Constitutivo del FMI, otras (la eliminación de las cuotas en monedas de los países y la mayor flexibilidad para hacer uso de los DEG para financiamiento) sí requerirían reformas de este tipo.

## V. Reformas complementarias y mecanismos de transición

Una de las características de la propuesta presentada en la sección anterior es que se limita a proponer cambios en el sistema mundial *de reservas*, pero permite todavía que las transacciones privadas internacionales y las propias intervenciones de los bancos centrales en los mercados de los países se realicen en las

principales divisas. En otras palabras, siguiendo los principios desde los que fueron creados, los DEG seguirían siendo exclusivamente una moneda para transacciones entre bancos centrales y unas otras pocas instituciones internacionales. Una ventaja de esta propuesta es que tendría potencialmente menos oposición en los Estados Unidos, ya que permitiría que el dólar siguiera siendo utilizado en todas las transacciones que involucran al sector privado, lo que por lo demás continuaría acarreando beneficios a dicho país en términos de demanda de sus servicios financieros y de títulos del Tesoro norteamericano y otros activos “seguros” denominados en dólares, que se seguirían demandando con propósitos de liquidez. Algo similar acontecería con otras monedas que se utilizaran con propósitos internacionales (el euro, en particular).

Una reforma más profunda del sistema *monetario* internacional, que algunos consideran necesaria para consolidar el papel de los DEG y, en especial, la demanda de esta moneda internacional, sería permitir su uso en algunas transacciones con el sector privado (véase, entre muchos otros, Kenen, 1983). Por supuesto, existen diferentes modalidades intermedias: permitir el uso de los DEG sólo para propósitos específicos, por ejemplo para constituir obligaciones regulatorias sobre requisitos de capital o liquidez de las instituciones financieras.

Una segunda reforma complementaria sería crear la “cuenta de sustitución” que fue

sugerida a fines de los años setenta cuando el dólar enfrentó también presiones adversas. Esa cuenta permitiría que los países cambiaran sus activos en dólares por activos en DEG emitidos por el FMI, sin presionar al dólar en el mercado. Un sistema de este tipo le daría mayor estabilidad al sistema actual y sería, en cualquier caso, necesario como mecanismo de transición hacia un sistema mundial de reservas basado en DEG. La decisión del FMI del 1 de julio de 2009 de permitir la emisión de títulos denominados en DEG para captar recursos de algunas economías emergentes (Brasil, China y Rusia) puede ser considerada como un paso en esa dirección. El problema fundamental, como se señaló en los debates de los años setenta, es cómo distribuir las pérdidas en que podría incurrir el FMI con un mecanismo de este tipo. Sin embargo, estos costos no son necesariamente muy elevados. Cálculos retrospectivos realizados por Kenen (2009), suponiendo que este mecanismo hubiese funcionado durante el período 1995-2008, indican que las pérdidas hubiesen sido mínimas.

Una tercera reforma complementaria sería promover la constitución de una mayor cantidad de acuerdos monetarios regionales, incluyendo fondos regionales de reservas. De hecho, como lo he señalado en un trabajo anterior (Ocampo, 2002), el FMI del futuro debería ser concebido como la cabeza de una *red* de fondos regionales más que como una institución

mundial única. Una de las alternativas que ha sugerido la reciente Comisión de las Naciones Unidas (2009, cap. 5) es que el nuevo sistema mundial de reservas surja precisamente como resultado de acuerdos entre convenios regionales. Por lo demás, una estructura de este tipo sería mucho más parecida a la del Banco Central Europeo e incluso al sistema de la Reserva Federal en los Estados Unidos. Un incentivo importante para constituir fondos regionales sería contar los aportes que los países realizan en ellos como parte de la base para la asignación de DEG (Naciones Unidas, 1999; Ocampo, 2002).

Estos fondos regionales no solo proporcionan formas complementarias de aseguramiento colectivo contra crisis de balanza de pagos, sino también, a través de los organismos que los administran, foros para la coordinación de políticas macroeconómicas a nivel regional y voz a los países más pequeños. A través de todos estos mecanismos, los acuerdos regionales otorgan mayor estabilidad al sistema monetario internacional. Tal vez el ejemplo más exitoso hasta ahora ha sido el Fondo Latinoamericano de Reservas, constituido por los países andinos, Costa Rica y Uruguay. La Iniciativa de Chiang Mai, cuyo acuerdo multilateral fue firmado en diciembre de 2009 por los países del ASEAN, China, Corea y Japón, constituye la iniciativa más ambiciosa en su género, con recursos que suman 120.000 millones de dólares, y permite un uso multila-

teral de las líneas bilaterales creadas desde el acuerdo original firmado entre sus miembros en el 2000.

Los mecanismos monetarios regionales enfrentan potencialmente el problema de que no permiten una diversificación adecuada, si una región es sujeta a problemas de contagio. Sin embargo, la experiencia del FLAR enseña que aun un fondo en una región relativamente pequeña puede cumplir un papel útil, porque las demandas de recursos no son necesariamente simultáneas. La razón para ello es que, en contra de lo que se supone normalmente, no hay una perfecta correlación entre las variables macroeconómicas de distintos países miembros, lo que permite que estos fondos cumplan una función estabilizadora<sup>8</sup>.

## VI. Conclusiones

El actual sistema monetario internacional basado en un dólar enteramente fiduciario tiene problemas fundamentales y debe ser, por lo tanto, reformado. En este artículo se argumenta que la mejor solución es cumplir la transición iniciada con la creación de los Derechos Especiales de Giro en los años sesenta, y cumplir, en particular, la promesa de transformarlo en el principal activo para la constitución de reservas internacionales. Esta transformación podría estar acompañada de reformas orientadas a transformar a los DEG

en la única moneda que maneja el FMI, como han propuesto algunos analistas desde hace varias décadas.

Las emisiones de DEG se harían fundamentalmente con propósitos anticíclicos, pero en magnitudes adecuadas a largo plazo para suplir la demanda adicional de reservas internacionales. Dichas emisiones deberían ser, además, utilizadas para proveer los recursos que demanda el financiamiento excepcional del FMI durante las crisis, que debería incluir una línea de sobregiro automática para todos los miembros. Las emisiones de DEG podrían tener también en cuenta la demanda de reservas de distintos países –concentrando así las asignaciones en los países en desarrollo–, o se podría crear un “vínculo de desarrollo” a través de la inversión de los DEG no utilizados en bonos de los bancos multilaterales de desarrollo. Las reformas complementarias deberían incluir el uso amplio de una “cuenta de sustitución”, que permita a los países cambiar sus activos en dólares por activos en DEG, y la promoción de esquemas de cooperación monetaria regional, y podría incluir el uso de los DEG en algunas transacciones privadas.

Aunque una reforma de este tipo es viable –y de hecho puede ser la única alternativa posible a la mera evolución inercial hacia un sistema basado en múltiples monedas de reserva–, es necesario superar algunos de los principales obstáculos que genera, especialmente, el temor de los Estados Unidos a perder

la preeminencia del dólar en el sistema internacional. Sin embargo, los Estados Unidos también podrían ganar con una reforma de este tipo, especialmente en términos de reducir las presiones sobre el dólar y ganar autonomía para manejar su política macroeconómica con total independencia de las responsabilidades que implica estar en el centro del sistema monetario internacional –una ventaja indiscutible en un momento en el que esta nación deberá seguir manejando una política monetaria y fiscal expansiva–. La reforma también beneficiaría al área euro, al evitar los costos que implicaría para este conjunto de países estar crecientemente en el centro del sistema monetario internacional. En uno y otro caso, si la reforma se limita al cambio en el sistema mundial de reservas, ambas monedas seguirían siendo utilizadas como los principales medios de pago internacionales. Por este motivo, aunque los obstáculos políticos a la reforma no son menores, parecen superables.

Por último, pero no menos importante, bajo las condiciones que sigue atravesando la economía mundial, las continuas emisiones de DEG serían bienvenidas en un mundo que todavía enfrenta fuertes presiones recesivas y donde ningún país quiere incurrir en déficit externos, tanto por sus efectos recesivos como por las vulnerabilidades que ello genera. Ese fue el motivo que inspiró al G-20 sugerir la mayor emisión histórica de DEG en 2009 y continúa vigente.

## Referencias bibliográficas

- Camdessus, Michel (2000): "An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century", Remarks at the Council on Foreign Relations, Nueva York, febrero.
- Clark, Peter B. y Jacques J. Polak (2004): "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System", *IMF Staff Papers*, vol. 51, n° 1.
- Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009): "Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources", 12 de enero.
- Hart, A. G., Nicholas Kaldor y Jan Tinbergen (1964): "The Case for an International Commodity Reserve Currency", UNCTAD, Ginebra. Reproducido en Nicholas Kaldor, *Essays on Economic Policy II*, Vol. IV, *Collected Economic Essays*, Holmes and Meier, Nueva York, capítulo 18.
- Kenen, Peter B. (1983): "Use of SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance", en George M. von Furstenberg (ed.), *International Money and Credit: The Policy Roles*, FMI, Washington D.C., capítulo 7.
- Kenen, Peter B. (2009): "Revisiting the Substitution Account", disponible en: <http://www.gsb.columbia.edu/ipd/programs/item.cfm?prid=133&iyid=5&itid=1927&list=papers>.
- Keynes, John M. (1942-1943): "The Keynes Plan", reproducido en J. Keith Horsefield (ed.), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Vol. III: Documents, FMI, Washington, D.C., 1969.
- Machinea, José Luis y Daniel Titelman (2007): "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, n° 91, abril.
- Naciones Unidas (1999): "Towards a New International Financial Architecture: Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations", <http://www.un.org/esa/coordination/ecesa/ecesa-1.pdf>.
- Naciones Unidas (2009): *Report of the Commission of Experts convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, Nueva York, disponible en: <http://www.gsb.columbia.edu/ipd/programs/item.cfm?prid=133&iyid=13&itid=1946>.
- Ocampo, José Antonio (2002): "Recasting the International Financial Agenda", en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford University Press, Nueva York, capítulo 3.
- Ocampo, J. A. (2009): "Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas", en José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (coords.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Real Instituto Elcano y otros, Madrid, capítulo IV.
- Ocampo, J. A. (2010): "Reforming the Global Reserve System", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford University Press, Nueva York, capítulo 16.
- Ocampo, J. A. y Daniel Titelman (2009-10): "Subregional Financial Cooperation: The South American Experience", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 32, n° 2, invierno.
- Polak, Jacques J. (1979): "Thoughts on an International Monetary Fund based Fully on SDR", Fondo Monetario Internacional, *Pamphlet Series* n° 28, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rodrik, Dani (2006): "The Social Costs of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal*, vol. 20, n° 3, septiembre.

- Skidelsky, Robert (2000): *John Maynard Keynes: Fighting for Freedom, 1937-1946*, Penguin/Viking, Nueva York.
- Solomon, Robert (1977): *The International Monetary System 1945-1976: An Insider's View*, Harper & Row, Nueva York.
- Stiglitz, Joseph E. (2006): *Making Globalization Work*, W. W. Norton, Nueva York.
- Stiglitz, Joseph E., José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench-Davis y Deepak Nayyar (2006): *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Oxford University Press, Nueva York.
- Triffin, Robert (1961): *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada), Yale University Press, New Haven.
- Triffin, Robert (1968): *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, Nueva York.
- UNCTAD (1965): *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*, Nueva York.
- Williamson, John (2009): "Understanding Special Drawing Rights", *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC., junio.
- Zhou, Xiaochuan (2009): "Reform the International Monetary System", Banco del Pueblo de China, Beijing, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase una historia de estos debates en Skidelsky (2000).
- <sup>2</sup> Sobre este problema, véase, entre muchos otros, Rodrik (2006).
- <sup>3</sup> Sobre este tema, y desde perspectivas diferentes, véanse Stiglitz *et al.* (2006) y Reinhart y Rogoff (2009).
- <sup>4</sup> Ésta es la propuesta de Stiglitz (2006, cap. 9) y una de las alternativas que propone la Comisión de las Naciones Unidas (2009, cap. 5).
- <sup>5</sup> De hecho, de buscarse un respaldo “real” a una moneda internacional, una alternativa mucho mejor sería evolucionar hacia un sistema basado en un conjunto amplio de productos básicos, como lo propuso originalmente Keynes y, en los años sesenta, también un grupo de economistas (Hart *et al.*, 1964).
- <sup>6</sup> Véanse sobre este tema Solomon (1977) y Triffin (1968) y la excelente historia del sistema monetario internacional de Eichengreen (1996).
- <sup>7</sup> Traducción propia.
- <sup>8</sup> Véase, al respecto, Ocampo y Titelman (2009-2010). Véase también Machinea y Titelman (2007), donde se simula un fondo latinoamericano con participación de todos los países medianos y grandes de la región.

## Tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis financiera internacional

### Resumen:

El artículo discute el contenido, objetivos y tendencias de la regulación macroprudencial. Para ello considera, primero, la relación que ésta tiene con la estabilidad financiera y el margen de actuación de la política monetaria para reaccionar ante las burbujas en el precio de los activos. El núcleo del artículo se ocupa luego de las vías a través de las cuales la regulación prudencial puede incidir sobre los riesgos sistémicos, y se repasan las principales iniciativas a raíz de la crisis financiera internacional. El trabajo termina con la alusión a los problemas específicos de los países emergentes.

### *Palabras clave:*

regulación macroprudencial, crisis económica y financiera, política monetaria, regulación financiera, países emergentes

### Abstract:

The article debates the contents, goals and trends in macro prudential regulation. It deals first with the links between macro prudential regulation and financial stability, as well as the room for manoeuvre of monetary policies to react to bubbles in asset prices. The article deals next with the channels through which prudential regulations influence systemic risks and reviews the main initiatives as a result of the international financial crisis. The last part of the study touches on specific problems of emerging countries.

### *Key words:*

macro prudential regulation, international financial crisis, monetary policy, financial regulation, emerging countries



## Tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis financiera internacional

### I. Regulación macroprudencial y estabilidad financiera

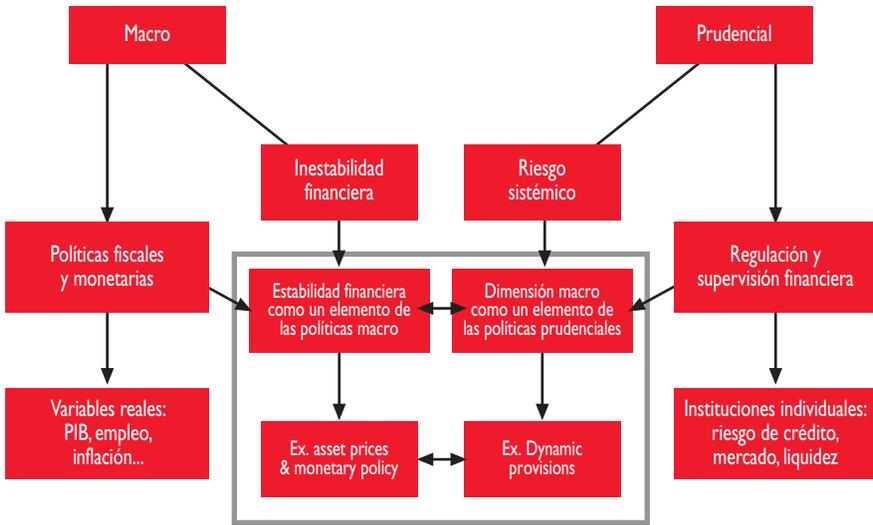
A raíz de la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 se ha generalizado el uso del término “macroprudencial”, aplicado bien a los análisis, bien a las políticas. El origen del término cabe situarlo en los debates entre banqueros centrales y reguladores dentro del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés), donde el término se venía usando desde los años setenta y se recoge en ciertas publicaciones desde los ochenta. El término macroprudencial denota “una orientación sistémica (es decir, que afecta a todo el sistema) de los marcos de regulación y supervisión y su relación con la macroeconomía” (Borio, 2009).

En ocasiones se utiliza el término macroprudencial en un sentido próximo al de estabi-

lidad financiera. Sin embargo, mientras que el término macroprudencial denota una dimensión sistémica de las políticas prudenciales, el término estabilidad financiera indica una preocupación de las políticas macroeconómicas paralela, en cierto modo, a su tradicional enfoque hacia la estabilidad monetaria. El gráfico 1 intenta reflejar cómo, mientras la estabilidad financiera es un aspecto de las políticas macroeconómicas (uno de cuyos objetivos es, explícita o implícitamente, evitar la inestabilidad financiera), el análisis o las políticas macroprudenciales constituyen un aspecto de las políticas prudenciales, cuando éstas persiguen objetivos agregados (sistémicos), en contraposición con sus objetivos tradicionales, centrados en la solvencia de entidades individuales. Así, la preocupación por la estabilidad financiera llevaría a las políticas monetarias a prestar atención, por ejemplo, al precio de los activos

Gráfico 1

Estabilidad financiera y políticas macroprudenciales



Fuente: Elaboración propia.

(un asunto sobre el que existe en estos momentos un interesante debate, que se aborda en la sección II), en tanto que la preocupación macroprudencial llevaría a los reguladores del sector financiero a intentar implementar herramientas que atenúen la prociclicidad del sistema, como las provisiones dinámicas (que se abordan en la sección III). El cuadro 1 compara las perspectivas macro y microprudenciales.

El enfoque macroprudencial exige adoptar una perspectiva de los efectos sistémicos de las regulaciones microprudenciales, más allá de su impacto inmediato sobre la solven-

cia individual de las entidades. Hay regulaciones, como por ejemplo los requisitos de capital (Basilea II), que si bien fueron inicialmente concebidas para asegurar que la dotación de capital de cada entidad financiera sea adecuada para hacer frente a sus riesgos, tienen una dimensión diferente desde una perspectiva agregada. Por ejemplo, en los buenos tiempos la percepción del riesgo es baja, la valoración de los activos elevada, la morosidad se sitúa en niveles mínimos (y lo mismo sucede con las provisiones) y los requisitos de capital, por tanto, se relajan, lo que

Cuadro 1

Comparación de las perspectivas macro y microprudencial

|  | <b>Macroprudencial</b>   | <b>Microprudencial</b>  |
|--|--|---|
| <b>Objetivo inmediato</b>  | Limitar la insolvencia financiera sistémica                      | Limitar la insolvencia financiera individual                                      |
| <b>Objetivo último</b>   | Evitar costes (PIB)  | Protección del consumidor<br>(inversor y depositante)                             |
| <b>Características del riesgo</b>                                      | Se considera dependiente del comportamiento colectivo (endógeno) | Se considera independiente del comportamiento individual de cada agente (exógeno) |
| <b>Correlaciones y exposiciones comunes de todas las instituciones</b> | Importantes  | Irrelevantes  |
| <b>Calibración de los controles prudenciales</b>                       | En términos de riesgo sistémico; de arriba abajo                 | En términos de riesgos institucionales; de abajo arriba                           |

Fuente: Borio (2009).

realimenta el dinamismo del crédito; por el contrario, en la fase baja del ciclo se eleva la aversión al riesgo, se reduce la valoración de los activos a medida que cae su precio de mercado, aumentan la morosidad y las provisiones, y con ellas los requisitos de capital, lo que agudiza la contracción del crédito. Este mecanismo de “acelerador financiero”, descrito inicialmente por Minsky (1982), acentúa los ciclos económicos y tiene elevados costes sociales, como se ha puesto dramáticamente de manifiesto en la actual crisis financiera. Si bien, desde una perspectiva microprudencial, los requisitos de capital de cada institución individual pueden ser adecuados a sus riesgos a lo largo del ciclo, resulta claro que, cuando se adopta un enfoque macroprudencial, es

necesario endurecer la regulación en la fase alcista y suavizarla en la fase bajista, de manera anticíclica, como ha reconocido por ejemplo el Comité de Basilea en sus recientes informes (Basel Committee on Banking Supervision, 2009).

El marco conceptual del análisis macroprudencial carece aún de la formalización de otras ramas de la teoría económica, aunque recientemente se ha realizado contribuciones destacadas en ese sentido (véase, por ejemplo, Dale y Malone, 2008). Algo más formalizado se encuentra el análisis de estabilidad financiera (véase, por ejemplo, Schinasi, 2006).

En este artículo se aborda el análisis de las tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis. En la sección II se

plantea el estado del debate sobre el papel de la política monetaria en relación con las burbujas en el precio de los activos; en la sección III se apuntan las tendencias actuales en el ámbito de la regulación financiera; en la sección IV se presentan algunas reflexiones sobre los problemas particulares de los países emergentes, y la sección final recoge algunas conclusiones.

## II. La política monetaria: el debate sobre las burbujas y cómo desinflarlas

Antes de que estallara la crisis financiera parecía existir un consenso amplio sobre los objetivos de la política monetaria, más allá de diferencias formales en su formulación entre los principales bancos centrales: alcanzar y mantener la estabilidad de precios a largo plazo, mediante objetivos de inflación formulados de una u otra manera. De acuerdo con este consenso, la política monetaria no debe reaccionar a los precios de los activos financieros –ni a los objetivos de estabilidad financiera– más allá del impacto de estos últimos sobre la tasa de inflación.

El debate académico sobre en qué medida la política monetaria debe reaccionar al precio de los activos ha sido muy rico en la última década. Entre los argumentos a favor cabe citar los siguientes:

- El banco central tiene la responsabilidad de preservar la estabilidad financiera, en riesgo como resultado de las burbujas. Por ejemplo, el artículo 3.3 del estatuto del Banco Central Europeo establece que “el Sistema Europeo de Bancos Centrales contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero”. El rango de este objetivo se encuentra, en todo caso, claramente supeditado al de conseguir la estabilidad de precios.

- Los procesos de inflación del precio de los activos generan desajustes en la asignación de los recursos y amenazan la estabilidad macroeconómica.

- Si el banco central tiene que intervenir cuando se desinflan las burbujas para evitar un colapso del sistema financiero, debería también intervenir en la fase de auge para evitar que se genere la burbuja.

Las hipótesis implícitas en la defensa de este papel estabilizador son que las burbujas se pueden detectar suficientemente pronto y que el banco central puede actuar para desinflarlas (véase Cecchetti *et al.*, 2000). Los principales argumentos en contra son los siguientes:

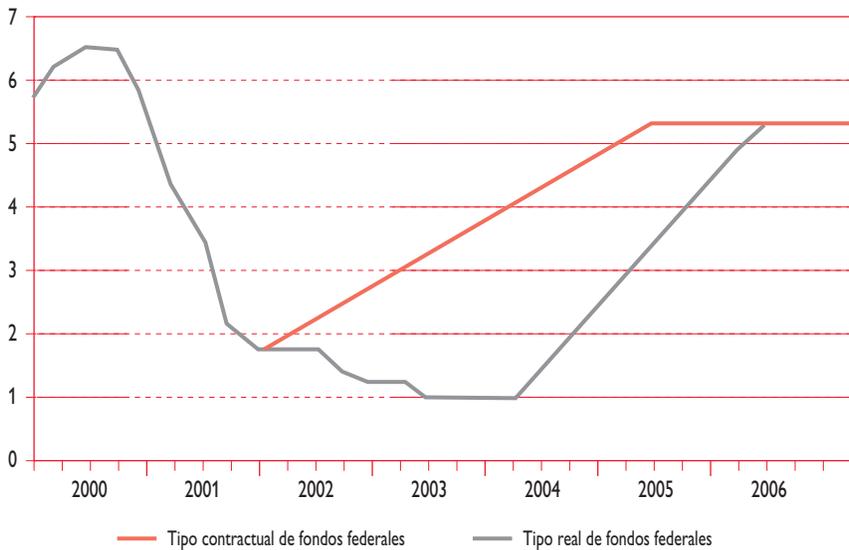
- Las burbujas sólo resultan obvias cuando han alcanzado una cierta magnitud, y los intentos de identificarlas antes probablemente producirán un buen número de “falsos positivos”.
- La política monetaria es más eficaz si se centra en un solo objetivo: la estabilidad de precios.
- El banco central no dispone de instrumentos adecuados para atajar una burbuja, incluso suponiendo que sea capaz de

identificarla. La restricción monetaria necesaria para desinflarla sería tan intensa que tendría un efecto devastador sobre la economía en su conjunto (véase Blinder, 2006).

Esta última línea de razonamiento es la defendida por Greenspan (2008), según la estrategia de “limpiar después”, una vez que la burbuja haya estallado. Sin embargo, a raíz de la crisis *subprime* ha cambiado el centro del debate y del consenso. La experiencia reciente muestra que las burbujas pueden ser

Gráfico 2

Tipos de interés de la Reserva Federal



Fuente: Taylor (2008).

enormemente perturbadoras, sobre todo si la política monetaria reacciona frente a ellas de una manera asimétrica: bajando los tipos de interés de manera agresiva cuando estalla la burbuja, pero no subiéndolos en el período previo, cuando los precios de los activos se inflan artificialmente (véase Fernández de Lis y Ontiveros, 2009). Eso fue lo que ocurrió en 1998, tras la crisis de LTCM; en 2001, tras el estallido de la burbuja tecnológica, y en 2007, tras la crisis *subprime*. Esa asimetría es la fuente de la siguiente burbuja, lo que introduce elementos de inestabilidad en la economía mundial, contrariamente al supuesto papel estabilizador de las políticas económicas. El gráfico 2, tomado de Taylor (2008), muestra cómo la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, lo que contribuyó a la inflación del precio de la vivienda que, en parte, generó la actual crisis financiera.

Una de las principales áreas de debate, de cara a los próximos años, en el terreno de la política monetaria, será cómo incorporar los precios de los activos (financieros y reales) a la función de reacción del banco central. De acuerdo con estudios recientes del BCE, una combinación de agregados monetarios, tipos de interés nominales a largo plazo, el ratio de inversión sobre PIB y el precio de la vivienda (o un indicador de cotizaciones bursátiles) proporciona un indicador idóneo para predecir un colapso del precio de los activos (Gerdesmeier

*et al.*, 2009). Desde el punto de vista del BCE, el uso de agregados monetarios como indicador adelantado de burbujas en el precio de los activos proporciona un apoyo a la estrategia de dos pilares, vigente desde el inicio de la unión monetaria, y criticada en el pasado por la falta de relevancia del pilar monetario. Para una reciente contribución al debate sobre el papel del precio de los activos en la política monetaria véase Assenmacher y Gerlach (2008).

### III. Regulación financiera

El debate sobre el uso de instrumentos microprudenciales con objetivos sistémicos (o de estabilidad financiera) es mucho más prometedor, sin embargo, que el debate, abordado en el punto anterior, sobre el uso de indicadores de estabilidad financiera en la política monetaria. En el caso de la política monetaria, la complicación de la función de reacción del banco central con objetivos de estabilidad financiera implica una pérdida de transparencia notable, por el uso de un instrumento (los tipos de interés) para dos objetivos (la estabilidad monetaria y financiera), no necesariamente compatibles en todas las circunstancias. Por el contrario, el uso de los instrumentos microprudenciales para alcanzar objetivos macroprudenciales es más natural; requiere añadir una dimensión sistémica, pero es coherente con la tradición de las políticas de regu-

lación financiera y con el papel del Estado es las redes de seguridad del sistema financiero.

Los debates recientes plantean una serie de líneas de reforma para reforzar la dimensión sistémica de la regulación prudencial, que se abordan brevemente a continuación.

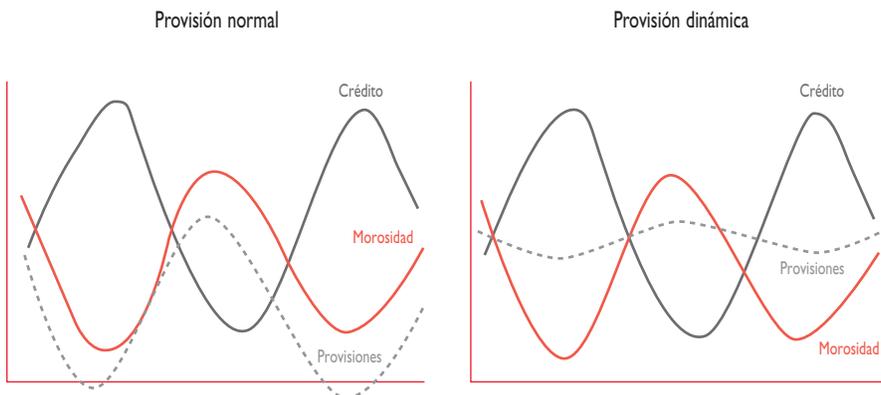
**Las provisiones dinámicas: el modelo español**

Las provisiones tradicionales dependen de la morosidad contemporánea: en los buenos tiempos, cuando el crédito crece, la morosidad es baja y las provisiones también, lo que realimenta el crecimiento del crédito y la burbuja en el precio de los activos; en los tiempos malos ocurre lo contrario. Este efecto procíclico fue lo que llevó al Banco de España a implantar las llamadas provisiones “dinámicas” (o estadísticas o anticíclicas) en 2000 (véase Fernández de Lis, Martínez y Saurina, 2001).

Como puede observarse en el gráfico 3, las provisiones dinámicas suavizan este esfuerzo a lo largo del ciclo, con el consiguiente efecto estabilizador. Se trata, en este sentido, de una política típicamente macroprudencial, porque utiliza una herramienta microprudencial para conseguir objetivos sistémicos.

Ahora bien, si la lógica de las provisiones dinámicas es tan clara, ¿cómo es posible que sólo se hayan adoptado en España –y, muy recientemente y con un esquema bastante diferente, en algunos países latinoamericanos, como Perú y Colombia–? La explicación hay que buscarla en la regulación contable internacional, que ha mantenido hasta hace poco una posición muy contraria a cualquier práctica que pudiera entrañar suavización de beneficios. España ha sido una excepción, porque coinciden en una misma autoridad (el Banco de España) la supervisión del sistema financiero y

Gráfico 3



la autoridad contable para el sistema bancario, situación bastante singular. De hecho, entre la implantación de las provisiones dinámicas en España en 2000 y el estallido de la crisis financiera en 2007 fueron frecuentes las discusiones entre el Banco de España y los organismos contables internacionales, que obligaron incluso a una reforma del sistema español en 2004, en un sentido menos anticíclico, para hacer frente a algunas de estas críticas.

A raíz de la crisis, sin embargo, el consenso se movió rápidamente en sentido contrario. El modelo español fue visto con gran interés, y los organismos encargados de los estándares contables internacionales recibieron numerosas críticas por haber exacerbado la burbuja (y su estallido) con una aplicación excesivamente mecanicista de la valoración a precio de mercado. La agenda de reformas de la regulación financiera internacional anunciada por el G-20 y por el Financial Stability Board (FSB) incluye el establecimiento de mecanismos de contabilización basados en la pérdida esperada (y no exclusivamente en la pérdida registrada), coherentes con las provisiones dinámicas (véanse FSB, 2009 y Basel Committee, 2009).

La experiencia española plantea algunas cuestiones interesantes de cara a una implantación más amplia de este mecanismo:

- Reglas frente a discrecionalidad: lo ideal es establecer un mecanismo que suavice el

esfuerzo de provisiones a lo largo del ciclo y basado en reglas, en analogía con los “estabilizadores automáticos” en el caso de la política fiscal. Sin embargo, ello requiere una gran capacidad, por parte de las autoridades, de calibrar el ciclo económico *ex ante*, algo que en la práctica es muy difícil, especialmente en economías emergentes, donde la disponibilidad de series estadísticas largas y fiables es muy limitada. La experiencia de España y de otros países enseña que es inevitable que los reguladores y supervisores retengan cierta discrecionalidad (véase Fernández de Lis y García Herrero, 2010).

- Cómo evitar el reparto de beneficios en la fase baja del ciclo. Un aspecto potencialmente controvertido de las provisiones dinámicas es que, al igual que evitan la distribución de dividendos en la fase alta, permiten su distribución en la fase baja del ciclo. Sin embargo, si la crisis es suficientemente profunda, el supervisor será normalmente bastante reticente a una minoración de la base de capital. La utilización del capital con fines anticíclicos no tropieza con estos problemas, especialmente si se complementa con mecanismos de “conservación del capital” (véase la siguiente sección). Para una propuesta dirigida a superar estos problemas véase Restoy y Roldán (2009).

### Capital anticíclico

Una de las conclusiones de la crisis es que el nivel de capital de las entidades –de acuerdo con los estándares de Basilea I ó II, según los países– era excesivamente reducido, lo que aumentó la asunción de riesgos y la vulnerabilidad del sistema. Una de las principales líneas de reforma actuales, por tanto, consiste en aumentar significativamente la base de capital, en cantidad y en calidad (es decir, reduciendo la dependencia de productos híbridos). En la primera mitad de 2010 el Comité de Basilea ha anunciado que trabajará en la calibración de los nuevos requisitos de capital.

Parte de los problemas de insuficiencia de capital son estructurales y parte cíclicos. En relación con estos últimos, la adecuación de los nuevos estándares de capital a unos niveles más elevados debe realizarse teniendo en cuenta el requisito anticíclico: de ahí la conveniencia de un período de adaptación a niveles más exigentes, ya que, en caso contrario, se agudizaría la contracción del crédito que actualmente padecen numerosos sistemas financieros.

Se pretende que este carácter anticíclico se convierta en una característica permanente del sistema, para lo cual el Comité de Basilea está trabajando en torno a dos ideas: una basada en la probabilidad de default (PD) media más elevada para cada categoría de riesgo, como aproximación a una PD en la fase baja del ciclo, y otra basada en la media de las PD históricas

para cada categoría de riesgo (Basel Committee, 2009). Para una discusión más académica de los debates sobre cómo suavizar los requisitos de capital véase Repullo *et al.* (2009).

Otra idea sobre la que se está trabajando es la llamada “conservación del capital”: cómo evitar su dilución en un momento de tensión o de crisis. Los diversos foros internacionales están estudiando mecanismos que permitan limitar la distribución de dividendos, las compensaciones a los empleados (bonus) o las operaciones *share buy-back* en situaciones de crisis, que habrá que definir. En la medida en que el sistema bancario, en estas situaciones de crisis, depende en gran medida de la garantía implícita del gobierno, estos mecanismos permiten limitar el riesgo para los contribuyentes.

Una idea complementaria que parece contar con un apoyo amplio es el establecimiento de una ratio de apalancamiento, complementaria a los requisitos de capital. Frente a las críticas sobre la redundancia de ambas regulaciones, los responsables de los organismos internacionales han respondido que “se necesita un cinturón y unos tirantes” (Caruana, 2010). En cierto modo se trataría de combinar elementos de Basilea I y de Basilea II, a la vista de la escasa capacidad de los supervisores de algunos países de imponer requisitos de capital razonables a los activos ponderados por el riesgo. La intención anunciada es, en todo caso, incorporar esta ratio al primer pilar de Basilea II en el futuro.

Otras ideas que se han avanzado son: i) el establecimiento de instrumentos de capital contingente, mediante títulos que representan una deuda en momentos normales, que se transforma en capital en momentos de crisis (los llamados Co-Cos, contingent convertible notes, emitidos recientemente por Lloyds en el Reino Unido) y ii) fijar un recargo a los requisitos de capital en caso de que el crédito crezca por encima de un cierto umbral, herramienta también típicamente macroprudencial.

### **El riesgo sistémico y las entidades “demasiado grandes para caer”**

Los mercados financieros habían descontado tradicionalmente un cierto apoyo público a las entidades de mayor tamaño, cuya caída –se pensaba– podía arrastrar a otras. Si el coste de dejar caer a una entidad supera el coste de rescatarla es lógico que los mercados descuenten esa garantía implícita del gobierno. Las autoridades, por su parte, habían evitado comprometerse *ex ante* con una política de rescate determinada, en la creencia de que eso aumentaría el llamado riesgo moral. Es la política que se etiquetó en su día como de “ambigüedad constructiva”, aunque a la vista de la crisis actual es dudoso que el adjetivo sea adecuado *ex post*.

En efecto, esta crisis ha extendido las redes de seguridad del sistema financiero mucho más allá de lo imaginable. Se ha rescatado a bancos de inversión, compañías de seguros,

titulizadoras en el mercado secundario de productos hipotecarios, y se ha extendido el seguro de depósitos hasta llegar a la garantía total en algunos países.

Es cierto que se ha ayudado con fondos públicos a entidades grandes, medianas y pequeñas. Pero las entidades grandes plantean problemas especialmente complejos. En la medida en que existe una percepción –correcta o no– de una garantía del gobierno para las entidades a partir de cierto tamaño, las autoridades deben evitar introducir incentivos para las ganancias de tamaño espurias, no relacionadas con la búsqueda de eficiencia o economías de escala, sino con la mera obtención de un seguro implícito del gobierno. Algunas de las ideas con las que están trabajando los foros y comités internacionales son las siguientes (véase Caruana, 2010):

- Un aumento de los requisitos de capital para las posiciones que supongan una exposición a las entidades financieras (en comparación con las no financieras), sobre todo aquellas de mayor tamaño.
- Un recargo en los requisitos de capital para las entidades sistémicas.
- Los llamados “testamentos en vida”, mediante los cuales las entidades grandes establecen *ex ante* planes de contingencia para su resolución (o desmembramiento),

especialmente en el caso de los bancos internacionales, cuyo entramado de relaciones es más complejo y con mayor potencial de contagio.

- Limitar la estructura de las entidades financieras y su gama de actividades (como por ejemplo ha hecho la Comisión Europea en el caso del banco holandés ING, en el contexto de la autorización de ayudas públicas en el mercado único de servicios financieros).
- Mejorar la infraestructura de los mercados financieros para limitar el riesgo de contagio. Se ha propuesto incentivar la negociación de derivados en mercados organizados, donde la existencia de una contrapartida central limita los riesgos, en detrimento de los derivados OTC.
- Establecer impuestos sobre las entidades demasiado grandes o demasiado interconectadas. Parte de las propuestas contenidas en la llamada “regla de Volcker” en Estados Unidos van en esta dirección (véase el siguiente epígrafe), aunque en este caso los impuestos tendrían un carácter en principio transitorio, en la medida en que están ligados a la devolución de las ayudas públicas recibidas.
- Finalmente, supervisar las entidades sistémicas de manera más minuciosa debe-

ría ser práctica habitual de todos los reguladores.

Estas propuestas (sobre todo las más preceptivas) han encontrado la oposición, lógicamente, de los grandes bancos internacionales, que argumentan que el problema no es el tamaño, sino la complejidad y el entramado de conexiones de cada institución, que es lo que determina su potencial de contagio.

#### Cómo evitar el arbitraje regulatorio

Se conoce como arbitraje regulatorio al mecanismo por el cual, en mercados sumamente integrados, los flujos financieros tienden a canalizarse hacia aquellas parcelas sometidas a una regulación más laxa. La crisis *subprime* en Estados Unidos fue, en parte, resultado de un proceso de esta naturaleza. En efecto, en el modelo bancario llamado de “originar para distribuir”, predominante en Estados Unidos, las entidades financieras que originaban los créditos *subprime* los transferían a vehículos fuera de balance, sometidos a una regulación menos estricta y a menores requisitos de capital. En este proceso, los bancos “ahorraban capital” y aumentaban el apalancamiento del sistema.

En general, estas entidades fuera de balance (el llamado “sistema bancario en la sombra”) no estaban formalmente respaldadas por la entidad bancaria que las originó. Sin embargo, al estallar la crisis se puso de

manifiesto que el riesgo reputacional asumido por los originadores era tal que éstos se vieron obligados a asumir los vehículos fuera de balance, con las consiguientes pérdidas y presiones hacia la contracción del crédito y el desapalancamiento. Como es bien sabido, en la mayoría de los países desarrollados el Estado (y en última instancia los contribuyentes) tuvo que respaldar a las entidades en crisis, lo que ha disparado los déficits y la deuda pública y, en algunos casos, ha suscitado incluso dudas sobre la solvencia soberana.

Los problemas generados tienen que ver, en parte, con una asunción de riesgos excesiva en las entidades captadoras de depósitos y, en parte, con un tratamiento regulatorio diferenciado que ha desplazado los riesgos hacia las parcelas más opacas del sistema. Según se ponga el énfasis en uno u otro aspecto las conclusiones sobre las reformas a adoptar pueden ser muy diferentes.

En efecto, si se piensa que el problema principal reside en el uso de instituciones captadoras de depósitos para actividades demasiado arriesgadas, lo lógico es restringir la actividad de estas últimas, así como el alcance de las redes de seguridad del sistema. Es lo que se conoce en Estados Unidos como legislación Glass-Steagall, vigente entre los años treinta y finales de los noventa, y a cuya eliminación algunos achacan una buena responsabilidad en la crisis actual. De ahí la propuesta de restablecer esta distinción entre banca

comercial y banca de inversión (la llamada regla de Volcker, por el antiguo presidente de la Reserva Federal). La propuesta –en vías de ser adoptada como legislación en Estados Unidos– contempla la prohibición, para las entidades que capten depósitos, de realizar actividades con Hedge Funds, Private Equity o por cuenta propia.

Por otro lado, los casos de Bear Stearns y Lehman pusieron de manifiesto precisamente que, si una entidad –sea banco comercial o de inversión– adquiere una importancia sistémica, existirá una presunción de que será rescatada con dinero público, puesto que el coste de dejarla caer superará al coste del rescate. ¿Qué credibilidad puede tener, en estas circunstancias, un compromiso de limitar las redes de seguridad del sistema financiero a las entidades que operen con determinado tipo de licencia, como por ejemplo aquella que autoriza la captación de depósitos?

Se trata de elegir entre: i) establecer barreras estrictas entre la actividad de captación de depósitos y la inversión más especulativa, limitando las redes de seguridad con dinero público a la primera o ii) evitar barreras regulatorias estrictas y difíciles de hacer cumplir, pero asegurarse de que los riesgos asumidos están adecuadamente cubiertos. El primer enfoque parece ser el preferido por los reguladores en Estados Unidos (y seguramente en otros países anglosajones), mientras que el segundo parece recabar más

apoyos en Europa continental. Quizá esta diversidad de preferencias revela, en el primer caso, desconfianza en la propia capacidad de regular y supervisar adecuadamente los riesgos y, en el segundo, desconfianza en la propia capacidad de imponer barreras en la actividad de instituciones financieras con tradición de banca universal.

Es evidente, en todo caso, que la ampliación de las redes de seguridad del sistema financiero que se ha producido en esta crisis no es sostenible, porque crea un riesgo moral que erosiona la disciplina de mercado y porque las arcas públicas no pueden respaldar indiscriminadamente los activos financieros del sistema sin comprometer seriamente la sostenibilidad fiscal. Pero, por otro lado, cualquier limitación de estas redes de seguridad debe hacerse de forma realista y creíble. El mero restablecimiento de límites regulatorios, cuyo cumplimiento resulta imposible de supervisar por las autoridades, puede exacerbar, nuevamente, los incentivos para que los flujos financieros discurren por los canales más opacos y donde el riesgo es mayor.

La dimensión internacional es sumamente relevante. Las regulaciones nacionales, en mercados financieros que funcionan como vasos comunicantes, pierden efectividad si no están mínimamente coordinadas. Cabe preguntarse si es posible mantener modelos diferentes en los principales países desarrollados, cuestión que se aborda en el siguiente epígrafe.

### **La coordinación internacional**

La rápida propagación de la crisis da una idea del grado de interconexión de los mercados financieros internacionales. La coordinación entre las autoridades es necesaria para evitar el propio arbitraje regulatorio y para asegurar un marco de competencia leal entre entidades. El grado de coordinación alcanzado en la respuesta inicial ante la crisis, en una situación de emergencia, puede calificarse de satisfactorio. En los momentos más dramáticos de la crisis, las sucesivas cumbres del G-20, en particular, transmitieron una respuesta coordinada muy necesaria para atajar el deterioro de los mercados financieros internacionales.

Pero, a medida que ha ido pasando el tiempo, se está introduciendo una heterogeneidad de respuestas que, aunque comprensible, tiene ciertos riesgos. Es comprensible porque: i) pasado el shock inicial, la evolución de las economías y los sistemas financieros ha ido presentando características diferenciales, que han exigido respuestas en parte también distintas; ii) las estrategias de salida de la crisis han ido también diferenciándose; y iii) en parte por presiones políticas internas, los países han necesitado reaccionar en ciertos frentes, sin tiempo para esperar a acuerdos en los foros internacionales que son difíciles de alcanzar, requieren consensos complicados y son lentos en su aplicación. Esto explica que, en tanto el Comité de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera continúan sus discusiones

sobre el ambicioso programa de reforma financiera internacional, las autoridades del Reino Unido, por ejemplo, hayan adoptado medidas sobre regulación de la liquidez o impuestos sobre bonus bancarios, la administración norteamericana haya anunciado la adopción de la regla de Volcker y las autoridades de la UE y Japón hayan dado pasos hacia una regulación de las agencias de calificación crediticia.

Aunque estas discrepancias sean comprensibles, se corre el riesgo de que la heterogeneidad de las respuestas mine su eficacia. No obstante, se han alcanzado acuerdos en aspectos importantes, que refuerzan el alcance de la coordinación internacional:

- La creación de colegios de supervisores para entidades sistémicas con presencia internacional, donde se intercambie la información relevante y pueda, en su caso, coordinarse la respuesta ante eventuales crisis.
- La identificación de jurisdicciones no cooperativas, que ha introducido una considerable presión para que algunos de los centros *off-shore* cumplan los requisitos de transparencia establecidos.

En general, las tendencias a raíz de la crisis apuntan a un reforzamiento del modelo de filiales frente al de sucursales y (en coherencia

con ello) un mayor papel del supervisor de destino (*host*) frente al de origen (*home*). Ello se explica en parte por las dificultades de gestión de las crisis de sucursales de bancos extranjeros, protegidas teóricamente por el seguro de depósitos del país de origen, como en el caso de los bancos islandeses en el Reino Unido. La coordinación internacional tropieza, no obstante, con dificultades operativas, de garantía del cumplimiento de los acuerdos y, en última instancia, problemas de soberanía fiscal muy complejos de resolver.

#### IV. Los problemas específicos de los países emergentes

Aunque entre los países emergentes ha habido una natural diversidad en el impacto y la respuesta ante la crisis, en términos generales la buena noticia ha sido su gran capacidad de resistencia y lo limitado del contagio de los problemas de los países más desarrollados. Inicialmente, el efecto fue pequeño por la limitada exposición de sus sistemas financieros al mercado *subprime* americano, por su escaso grado de profundidad financiera y porque su mercado hipotecario era, en general, poco sofisticado. Pero a medida que la crisis se fue desarrollando la cadena de efectos fue más compleja: algunos países se vieron afectados por la recesión, especialmente los más abiertos (sobre todo en Asia), así como los más dependientes

de las remesas de emigrantes (por ejemplo México); en otros, que habían experimentado en los años anteriores altos crecimientos del crédito y burbujas en el sector inmobiliario (especialmente en Europa del Este), la corrección fue mayor, con contracciones del crédito, corrección del precio de los activos, aumentos de la morosidad, crisis de liquidez y, en algunos casos, crisis cambiarias y bancarias. La mayoría de los países emergentes, no obstante, experimentaron problemas relativamente contenidos y recuperaron tasas de crecimiento aceptables con rapidez.

Un reto particularmente destacable para los países emergentes es hacer compatibles, en los próximos años, el endurecimiento de la regulación financiera que se avecina con una continuación de los procesos de inclusión financiera que venían experimentando en los últimos años. En efecto, en muchos países de este grupo el sistema financiero es muy poco profundo y sólo acceden a servicios financieros formales las capas más altas de la población. Por ejemplo, en América Latina se estima que sólo en torno a un 40% de la población tiene acceso a servicios financieros formales (véase Honohan, 2007).

En la tarea de la reforma financiera internacional es crucial tener una visión clara de qué ha fallado en la regulación. En este sentido, es importante destacar que la crisis del segmento *subprime* del mercado hipotecario americano no fue un problema de inclusión financiera,

sino de incentivos inadecuados en la originación de créditos, dentro de un modelo concreto de banca (“originar para distribuir”) insuficiente e ineficientemente supervisado, todo ello amplificado por un complejo entramado de derivados de crédito y productos estructurados, bendecido por las agencias de “rating” y sobre el caldo de cultivo de unas políticas monetarias que toleraron un exceso de liquidez global durante demasiado tiempo.

No cabe, por tanto, responsabilizar de la crisis a los intentos de proporcionar servicios financieros (por ejemplo créditos hipotecarios) a población no atendida. Numerosas experiencias, sobre todo en países en desarrollo, atestiguan que es posible mejorar el acceso a la financiación manteniendo un adecuado control de los riesgos. No olvidemos que ésta es la crisis de un determinado modelo de banca, de aquellos países que habían avanzado más en la desregulación y la sofisticación financiera. Los sistemas financieros emergentes, gracias precisamente a su mayor simplicidad, han reaccionado mejor que los desarrollados. En concreto, el sector de las microfinanzas ha demostrado mayor estabilidad que otros subsectores del sistema financiero en los países donde tiene cierto arraigo.

En definitiva, esta crisis refuerza el modelo tradicional de banca. Los cambios en la regulación internacional deben partir de esta constatación. Para ello, la ampliación del Comité de Basilea y del Consejo de Estabilidad

Financiera a todos los países miembros del G-20 (más España) es una muy buena noticia, ya que permitirá que la nueva regulación sea desde su inicio más sensible a los intereses y las preocupaciones de los países en desarrollo y emergentes. Frente al antiguo esquema –según el cual, los países más desarrollados establecían primero los estándares según sus propias preocupaciones e intereses, y éstos se aplicaban luego a los emergentes, con poco margen para cambios profundos–, en este nuevo marco habrá una mayor diversidad de puntos de vista desde el principio. Cabe esperar que la nueva regulación de capital sea, por este motivo, más sensible a las preocupaciones de los emergentes.

## V. Conclusiones

- 1 La regulación macroprudencial –aquella que persigue alcanzar objetivos macro o sistémicos con instrumentos prudenciales, inicialmente concebidos para garantizar la solvencia de entidades individuales– ha visto enormemente reforzado su papel en esta crisis.
- 2 Los avances en la regulación macroprudencial deben ser paralelos a los que se produzcan en una mayor sensibilidad de las políticas monetarias a los objetivos de estabilidad financiera.
- 3 Parece más fácil avanzar en el primer aspecto que en el segundo, porque incorporar una dimensión sistémica a la regulación prudencial es más natural –no requiere por lo general ajustes contradictorios– que complicar la función de reacción de la política monetaria con objetivos que podrían entrar en colisión con la estabilidad de precios. Un problema macroprudencial termina tarde o temprano teniendo un impacto micro, en tanto que existe mucho más incertidumbre sobre cómo se transmite una burbuja de activos a la inflación de precios finales.
- 4 Existe consenso en corregir el enfoque de la regulación financiera hacia unas pautas más anticíclicas, de manera que se atenúen las burbujas y se suavice el impacto desestabilizador de su estallido. Ello se hará seguramente actuando tanto sobre las provisiones como sobre el capital, lo que exige reformas de cierta profundidad en las normas contables internacionales que están en proceso de discusión.
- 5 Uno de los principales retos de la regulación financiera internacional es el tratamiento del riesgo sistémico, derivado de la actuación de entidades demasiado grandes, demasiado complejas o demasiado interconectadas para caer. Se están barajando propuestas diversas, que van

desde impedir que las entidades superen cierto tamaño, introducir penalizaciones a la dimensión a partir de un determinado umbral (en forma de impuestos, o bien un recargo en los requisitos de capital, o ambas cosas), establecer para las entidades grandes la obligación de planes de contingencia en caso de dificultades (testamento en vida) o establecer una penalización a las posiciones frente a entidades sistémicas.

- 6 En relación con lo anterior, un debate especialmente relevante es el de la limitación de las actividades de las entidades que captan depósitos y están, por tanto, cubiertas por las redes de seguridad públicas. Para aquellos que piensan que la crisis financiera se ha debido en buena medida a una asunción de riesgos excesiva en las entidades protegidas, es prioritario restaurar una barrera entre la “banca estrecha” y la “banca casino” (lo que en Estados Unidos se conoce como una vuelta a la legislación Glass Steagal); para los que piensan, por el contrario, que la crisis es imputable, sobre todo, a los incentivos perversos para canalizar los flujos financieros a través de los segmentos menos regulados (el sistema bancario en la sombra), y que existirá en todo caso una expectativa de rescate de las entidades sistémicas, independientemente del tipo de licencia con la

que operen, deben evitarse barreras regulatorias muy difíciles de hacer cumplir, y establecer una supervisión exigente de la asunción de riesgos de todos los intermediarios. La primera posición parece ser dominante en Estados Unidos y la segunda en Europa continental.

- 7 Para los países emergentes es especialmente importante, de cara a los próximos años, hacer compatible el endurecimiento de la regulación financiera que emana de los organismos internacionales con una continuación de los procesos de inclusión financiera, que resultan clave para sus estrategias de desarrollo.
- 8 El alto grado de conexión internacional de los sistemas financieros que ha quedado de manifiesto en esta crisis exige un diseño coordinado de la nueva regulación financiera. No obstante, esa deseable coordinación internacional requiere costosos y lentos procesos de creación de consenso en los foros internacionales, donde con frecuencia las soluciones responden a un denominador común que limita el alcance de las transformaciones. Por otro lado, en algunos países la necesidad de adoptar medidas con celeridad responde a la necesidad de satisfacer a una opinión pública que exige reformas que eviten una repetición de los errores cometidos. Todo lo

anterior explica que se esté avanzando en soluciones nacionales con más rapidez de la que es posible en los foros internacionales. Se corre el riesgo de que las reformas nacionales no sean compatibles entre sí, o pongan en marcha incentivos inadecuados en los mercados financieros.

- 9 El programa de reformas es ambicioso, como corresponde a una crisis de dimensiones inesperadas, que ha puesto de manifiesto fallos muy graves en aspectos básicos de la arquitectura financiera internacional. Los efectos de muchos de los cambios propuestos son bastante inciertos, y lo es mucho más su interacción. Se corre un cierto riesgo de que, ante la gravedad del estado del enfermo, se recete un cóctel de medicinas excesivo, cuyo efecto combinado puede ser nocivo. Es importante identificar las prioridades, calibrar los efectos combinados de las diversas medidas y plantear dosis y plazos de implementación razonables.

## Referencias bibliográficas

- Assenmacher K. y Gerlach, S. (2008): "Can Monetary Policy Really Be Used to Stabilise Asset Prices?", en [www.VoxEU.org](http://www.VoxEU.org).
- Basel Committee on Banking Supervision (2009): "Strengthening the Resilience of the Banking Sector", diciembre.
- Blinder, Alan (2006): "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Ten Answers", en S. Fernández de Lis y F. Restoy (eds.), *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España.
- Borio, Claudio (2009): "Implementación del enfoque macroprudencial en la regulación y la supervisión financieras", en Alonso, Fernández de Lis y Steinberg, *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Ediciones Empresa Global, Madrid.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyun Shin (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, CEPR.
- Caruana, Jaime (2010): "Financial Stability: Ten Questions and about Seven Answers", speech at the 50<sup>th</sup> anniversary symposium of the Reserve Bank of Australia.
- Cecchetti S. et al. (2000): *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, vol. 2. International Center for Monetary and Banking Studies; Centre for Economic Policy Research (CEPR), Ginebra y Londres.
- Fernández de Lis, S., Martínez y Saurina (2001): "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", en *Bank for International Settlements: Marrying the macro and micro prudential dimensions of financial stability*, marzo.
- Fernández de Lis, S. y E. Ontiveros (2009): "Towards More Symmetric and Anti-cyclical Monetary and Financial Policies", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3240>.
- Fernández de Lis, S. y García Herrero (2010): "Dynamic Provisioning: Some Lessons from Existing Experiences", Asian Development Bank Institute, pendiente de publicación.
- Financial Stability Board (2009): *Report on Addressing Procyclicality in the Financial System*, abril.
- Gerdemesmeier, Dieter, Hans-Eggert Reimers y Barbara Roffia (2009): "Asset Price Misalignments and the Role of Money and Credit", *ECB Working Paper Series*, nº 1068, julio.
- Gray, Dale y Samuel E. Malone (2008): *Macroeconomic Risk Analysis*, John Wiley and Sons.
- Greenspan, A. (2008): *La era de las turbulencias*, Ediciones B. T.
- Honohan (2007): *Cross-country Variation in Household Access to Financial Services*, The World Bank, Trinity College Dublin y CEPR.
- Minsky, H. (1982): "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy", en C. Kindleberger (ed.), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Repullo, Saurina y Trucharte (2009): "Mitigating the Procyclicality of Basel II", *CEPR Discussion Paper*, nº 7382.
- Restoy, Fernando y José María Roldán (2009): *Towards Consensus on Dynamic Provisioning*, The Banker, agosto.
- Schinasi, Garry J. (2006): "Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice", International Monetary Fund.
- Taylor, John (2008): "Housing and Monetary Policy", paper presented at the Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.



**Juan Pablo Jiménez**

CEPAL

**Fernando Lorenzo**

Centro de Investigaciones Económicas, CINVE

## Los cambios en el FMI y el impacto en su relación con los países de América Latina

### **Resumen:**

La crisis financiera internacional ha provocado intensos debates académicos y políticos acerca de la naturaleza de los problemas que enfrenta la economía global y ha complejizado la discusión sobre la respuesta de política económica más apropiada. Este nuevo contexto internacional, sumado a la crisis de identidad en la que se sumió el Fondo Monetario Internacional en los últimos años, ha significado un intenso debate sobre cuál debiera ser el nuevo rol a llevar adelante por esta institución. En ese sentido, ha habido un creciente consenso sobre la necesidad de cambios en el funcionamiento del FMI y en el menú de instrumentos financieros que éste ofrece. En este trabajo se revisa el impacto que tienen las reformas en el FMI en su relación con América Latina. Este vínculo, si bien ha sido históricamente muy estrecho, está lejos de haber sido armónico y estable. Por ello, en este artículo se revisa la relación de los países de América Latina con el FMI, con el propósito de esclarecer los vínculos existentes entre el desempeño macroeconómico de los países, el papel asumido por el Fondo y las características de los programas con los que la institución ha operado en la región. Adicionalmente se analizan las reformas implementadas recientemente en el FMI, su relación con las transformaciones demandadas por algunos de los países que integran la institución y las debilidades que aún persisten en la estructura de gobierno y en la operativa de la institución. Por último, se analizan los cambios implementados desde la perspectiva y los intereses de la región, poniendo el énfasis en el posible impacto de la reforma.

*Palabras clave:*

Fondo Monetario Internacional, rol del FMI, cambios en el FMI, América Latina y el FMI

**Abstract:**

The global financial crisis has generated intense academic and political debates about the nature of the problems being faced by the global economy, and it has made more complex the discussion on the subject of which is the most suitable response of economic policy. This new international context, added to the identity crisis in which the International Monetary Fund immersed itself during the last years, meant a strong discussion about which should be the new role taken by this institution. In this sense, there has been a growing consensus about the changes needed in the operation of the IMF and in the menu of financial instruments offered by it. This article examines the impact produced by the reforms in the IMF in its relation with Latin America. This relation although historically has been tight, it has been far from being harmonic and stable. Hence, this article analyzes the relationship between Latin American countries and the IMF, in order to clarify the existing links among the macroeconomic performance of the countries, the role assumed by the IMF and the characteristics of the programs with which the institution has operated in the region. Additionally, the article analyzes the reforms recently implemented by the IMF, its relation with the changes demanded by some of the member countries of the institution and the weaknesses that still persist in the structure of government and in the operations of the institution. Finally, the changes implemented are examined from the perspective and the interests of the region, with an emphasis in the potential impact of the reform.

*Key words:*

The International Monetary Found, the reforms in the IMF, IMF rol,  
Latin American countries and the IMF

Juan Pablo Jiménez

CEPAL

Fernando Lorenzo

Centro de Investigaciones Económicas, CINVE

## Los cambios en el FMI y el impacto en su relación con los países de América Latina\*

La crisis financiera internacional ha provocado intensos debates académicos y políticos acerca de la naturaleza de los problemas que enfrenta la economía global y ha complejizado la discusión sobre la respuesta de política económica más apropiada. El Fondo Monetario Internacional (FMI) no ha quedado ajeno a estos acontecimientos y ha aprovechado el contexto internacional para redefinir su accionar y llevar adelante un proceso de reforma en su estructura y en su oferta de instrumentos financieros. Los cambios realizados y previstos pueden permitirle desempeñar un nuevo papel como proveedor de financiamiento y abrirle las puertas para perfeccionar su accionar en materia de prevención de crisis. Todo esto está ocurriendo en un contexto en que los mercados de crédito privados ofre-

cen un abanico más limitado de oportunidades para cubrir las necesidades de financiamiento de un importante número de países.

El FMI ha tenido numerosas transformaciones desde su creación, habitualmente relacionadas con acontecimientos que afectaron al funcionamiento de la economía internacional. Estas reformulaciones le requirieron atender nuevas funciones, pero no siempre fueron acompañadas por los recursos suficientes ni con los instrumentos adecuados para realizarlas.

Es por ello que, en las actuales circunstancias, interesa analizar las reformas llevadas a cabo y aquellas que se encuentran pendientes de implementación, desde la perspectiva de los países de América Latina. Los cambios ocurridos

\* Los autores agradecen la colaboración de Leandro Cabello y Vianka Aliaga y los comentarios de Felipe Jiménez.

son el resultado de una suerte de consenso entre los miembros de la institución, mientras que las transformaciones más difíciles de consensuar aún se encuentran pendientes de implementación. Debe resaltarse que entre las reformas pendientes está la manera en que el FMI define sus políticas, esto es su estructura de gobierno.

En este contexto, es oportuno revisar las diferentes modalidades de asistencia financiera que está ofreciendo la institución, y evaluarlas a la luz de las nuevas tareas que se le asignan. Así, en este trabajo se analizan las modificaciones introducidas a los tradicionales acuerdos *stand-by*, así como la implementación de nuevas líneas de crédito, a las que ya han accedido algunos países de la región. Además, interesa analizar el nuevo conjunto de instrumentos financieros a tasas concesionales destinado a los países de bajos ingresos (LIC's).

En concreto, en este trabajo se revisa el impacto que tienen las reformas en el FMI en su relación con América Latina. Los vínculos entre el FMI y los países de la región, si bien han sido históricamente muy estrechos, están lejos de haber sido armónicos y estables. Por el contrario, han sido cambiantes y no exentos de conflictos.

La presentación se organiza de la siguiente manera. En la primera sección se realiza una breve reseña histórica sobre la relación de los países de América Latina con el FMI, con el propósito de esclarecer los vínculos existentes

entre el desempeño macroeconómico de los países, el papel asumido por el Fondo y las características de los programas con los que la institución ha operado en la región. La segunda sección presenta los acuerdos que han ido gestando durante los últimos años sobre los cambios que deberían procesarse en el papel y en la operativa del FMI, abarcando aspectos relacionados con su estructura de gobierno, los requisitos de condicionalidad, los instrumentos financieros, las condiciones de acceso al financiamiento y las características de la supervisión. En la tercera sección se analizan las reformas implementadas recientemente y su relación con las transformaciones demandadas por algunos de los países que integran la institución. En la cuarta sección se subrayan las debilidades que aún persisten en la estructura de gobierno y en la operativa de la institución. En la quinta sección se analizan los cambios implementados desde la perspectiva y los intereses de la región, poniendo el énfasis en el posible impacto de la reforma. Finalmente, se presentan a modo de conclusión algunas reflexiones finales.

## I. La relación de América Latina con el FMI

Si bien en sus primeros años el FMI dirigió la mayor parte de sus créditos a países desarrollados, a partir de mediados de los años

## Cuadro 1

Número de acuerdos firmados por los países de América Latina y el Caribe con el FMI entre 1984 y agosto de 2009

|                               | 1984-Ago 09 | %     |
|-------------------------------|-------------|-------|
| Número de acuerdos firmados   | 132         | 100,0 |
| Stand-by Arrangements         | 90          | 68,2  |
| Supplemental Reserve Facility | 5           | 3,8   |
| Extended Fund Facility        | 11          | 8,3   |
| Flexible Credit Line          | 2           | 1,5   |
| Exogenous Shocks Facility     | 3           | 2,3   |
| SAF Commitment                | 3           | 2,3   |
| PRGF Commitment               | 18          | 13,6  |

Fuente: Elaboración propia en base a información del Fondo Monetario Internacional.

cincuenta el financiamiento de la institución comenzó a concentrarse en los países en desarrollo, entre los cuales los países de América Latina fueron los principales destinatarios de los programas de préstamo durante esa década.

Desde 1984, veintinueve países de la región han firmado un total de 132 acuerdos con esta institución. De los 32 países de América Latina y el Caribe que son miembros del FMI, sólo Antigua y Barbuda, Bahamas y Surinam no han solicitado financiamiento<sup>1</sup>. En el caso de Saint Kitts y Nevis sólo solicitó asistencia financiera de emergencia en 1998 para reparar los daños ocasionados por el huracán Georges. Por su parte, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía recibieron por primera vez asistencia financiera a través del componente de acceso rápido del Servicio para Shocks Exógenos en mayo y julio de 2009, respectivamente.

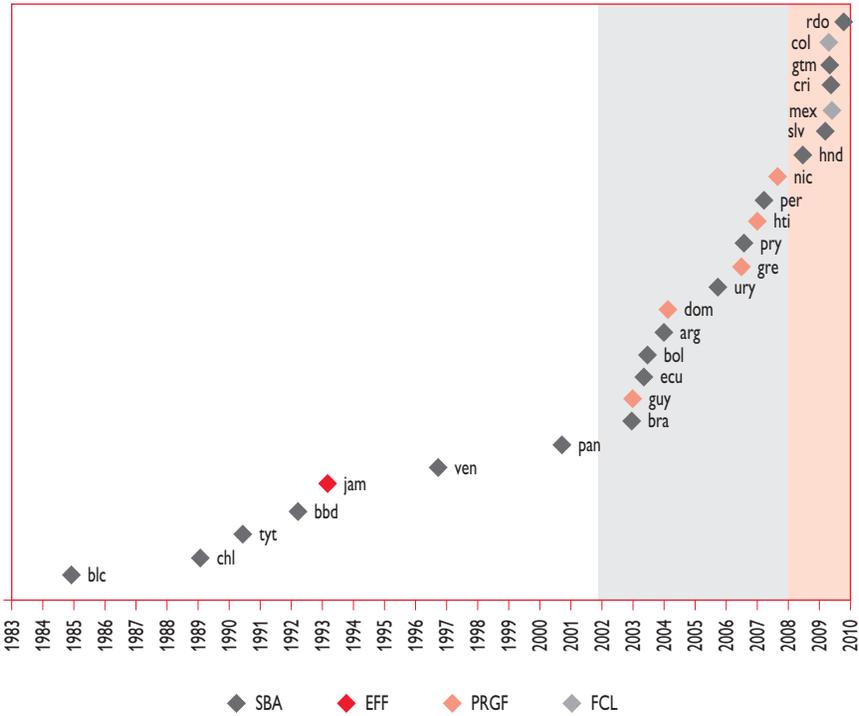
El cuadro 1 muestra que el 68% de los acuerdos firmados por los países de la región corresponden a acuerdos *stand-by* (SBA). Este tipo de acuerdo es seguido, en segundo lugar, por los Servicios para el Crecimiento y Lucha contra la Pobreza (PRGF). Los 18 acuerdos firmados bajo este programa han beneficiado a siete países: Bolivia, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua.

Considerando sólo a los países del Caribe, ambos instrumentos alcanzan igual porcentaje de utilización. Más aún, en la última década el 80% de los países que utilizaron algún acuerdo han elegido el PRGF, lo que se puede interpretar como un reflejo de las mayores dificultades que enfrentan los gobiernos del Caribe para superar ciertos niveles de pobreza y encontrar la senda de crecimiento.

Si tomamos en cuenta los últimos acuerdos de cada país con la institución, podemos

Gráfico 1

Fecha de los últimos acuerdos firmados con el FMI (según países)



encontrar que en la última década más del 75% de los países han solicitado alguno de los tipos de instrumentos financieros disponibles. Del resto de países, Belice y Chile son los únicos que presentan sus últimos acuerdos en la década de los años ochenta.

### El papel del FMI y el desempeño macroeconómico de la región

La relación entre el FMI y la región ha estado marcada por los sucesivos cambios en su papel

y por el volátil desempeño macroeconómico de los países de América Latina y el Caribe.

En sus primeros años la institución se ocupó de custodiar que sus recursos se destinaran únicamente al ajuste de la balanza de pagos y no a tareas de reconstrucción, dirigiendo la mayor parte de sus créditos a Europa Occidental.

Como se señaló previamente, a partir de los años cincuenta la institución dejó de jugar un papel importante en el tratamiento de desequi-

libros de balance de pagos de los países desarrollados para enfocarse en los problemas de balance de pagos de los países en desarrollo. Esta primera “adaptación sobre la marcha”<sup>2</sup>, que tuvo lugar hacia mediados de los cincuenta persistiendo hasta principios de los años setenta, se da en un contexto de casi inexistencia de mercado internacional de capitales, por lo cual el financiamiento del FMI resulta fundamental para los países en desarrollo. Esto explica la importancia de la institución en ese período y el peso que tuvieron su orientación y sus políticas, a través de los programas de estabilización y sus condicionalidades, en los países de la región. Los cambios en el contexto financiero de mediados de los años setenta, marcados por la expansión del proceso de globalización financiera, permitieron que muchos países en desarrollo pasaran a tener acceso al financiamiento de mercado. De este modo, la actividad del FMI se concentró en los países más pequeños que no tenían acceso a las nuevas fuentes. En esa primera fase de la globalización financiera, si bien el financiamiento de la institución perdió importancia, ésta operó como legitimadora de los procesos de rápido endeudamiento que tuvieron lugar.

Posteriormente, la crisis de la deuda en América Latina en el período 1981-1982 dio impulso a un nuevo papel de la institución. A partir de la crisis de México en 1982, el FMI redefinió su papel para actuar como auditor y proveedor de financiamiento en el modelo de

negociaciones tripartitas (gobierno nacional, bancos internacionales, FMI), que se desencadenaron para evitar caer en cesación de pagos de parte de los gobiernos, con el consecuente costo en los bancos comerciales. La condicionalidad incorporada en esos programas establecía los pasos de los acuerdos de reestructuración de la deuda con los bancos. Esta nueva función del FMI lo colocaba como eje en las negociaciones de reestructuración de deuda en *default*. Durante esos años, la institución tendría un papel determinante como auditor, como proveedor de nuevo financiamiento y como garante y coordinador de la refinanciación de la deuda con los bancos<sup>3</sup>. Es en esos años cuando a las condicionalidades que el FMI venía auspiciando para los problemas de balance de pagos (solventía fiscal, restricción monetaria y devaluación) se le suman nuevos requerimientos más estructurales como la liberalización comercial y la privatización de activos públicos.

La crisis de México de 1994-1995 impulsó una nueva redefinición del papel del FMI. A partir del paquete diseñado para el rescate durante la crisis mexicana, el papel principal de la institución se perfiló en forma creciente como prestamista de última instancia en situaciones de crisis de balance de pago, proveyendo importantes y crecientes volúmenes de financiamiento. Esta nueva adaptación se correspondió con el contexto de globalización financiera de los años noventa y con el diagnóstico de que este entorno era favorable a la

emergencia de crisis de balance de pagos y deuda. Es en 1997 cuando se crea la SRF ante la crisis asiática y su objetivo era asistir, de manera excepcional y sin límite de acceso, desbalances de corto plazo de la cuenta capital de la balanza de pagos resultantes de inesperadas pérdidas de confianza de los mercados financieros. Este instrumento fue utilizado por Brasil en la crisis de 1998, y por Argentina, Brasil y Uruguay en la crisis de 2001 y 2002.

Las crisis asiáticas, sumadas a las crisis de fines de los años noventa en Brasil y la de Argentina en el 2001, reavivaron el debate sobre cuán adecuadas eran las instituciones financieras internacionales con las que se contaba y la necesidad de avanzar en un rediseño de la "Arquitectura Financiera Internacional". Se registró un importante debate y se discutieron varias propuestas de reforma y de creación de nuevas instituciones. Pero este debate y sus iniciativas asociadas tendieron a decaer en la medida en que la situación financiera de los países emergentes fue normalizándose.

En definitiva, la crisis argentina del 2001 marcó el final del papel del FMI como proveedor de financiamiento a través de paquetes de rescate.

La falta de un papel claro por parte de la institución, abandonando el rol de proveedor de grandes paquetes de rescate, sumado a la mejora que registraron las economías de los países emergentes, sumió al Fondo en una importante crisis de identidad y en una inédita pérdida de importancia en la región.

En este sentido, la experiencia de América Latina en el período 2004-2008 es bien ilustrativa. Como se resaltó en CEPAL (2005a, 2005b y 2006), la menor vulnerabilidad observada en los países de la región en los años recientes, que se caracterizó por una mejora en las cuentas fiscales sumada a la acumulación de reservas internacionales, significó que los países de la región alcanzaran su mínimo histórico en términos de endeudamiento con el FMI.

Diversos motivos parecen conjugarse para explicar este resultado. Por un lado, una menor restricción financiera que significó que los países encontrasen menos incentivos para solicitar préstamos con condicionalidades y, por el otro, y relacionado con lo anterior, un cambio en la percepción de las autoridades de los países y los mercados sobre lo que representan los acuerdos con el FMI en momentos de auge. Mientras que en períodos de crisis fiscal, tener un acuerdo con el FMI (con su doble papel de proveedor de crédito y como monitor de la estrategia económica) podía significar el compromiso (muchas veces a futuro) de un mayor orden en las cuentas públicas, en momentos de mayor holgura, tener vigente un préstamo con la institución podría estar revelando la existencia de problemas y generar dudas acerca de la solidez del esquema de política económica aplicado.

En esta línea debe destacarse el pago anticipado a fines del 2005 de los préstamos del FMI por parte de dos de sus principales

deudores, los gobiernos de Argentina y Brasil, por un monto de 15,5 y 9,9 miles de millones de dólares norteamericanos<sup>4</sup>. Esta cancelación anticipada redujo a casi la mitad la cartera de préstamos del FMI y significó que por primera vez en muchos años América Latina dejase de ser uno de los principales receptores de los recursos financieros de la institución, pasando a representar su participación menos del 5% del total de créditos otorgados, muy lejos del promedio del 35% en el período 1984-2006.

Por último, resulta muy ilustrativa la información aportada por el gráfico 3, acerca de la relación entre los cambios acontecidos en el

accionar del FMI y el desempeño macroeconómico de la región. Como se observa, a los períodos de caída en el PIB per cápita (1985, 1988-1990, 1992, 1995, 1999, 2001-2002 y 2009) le corresponde un aumento en la cantidad de acuerdos firmados en cada uno de esos años.

Esta volatilidad sumada a los sucesivos cambios de las funciones que se le han asignado han marcado, de alguna forma, el tipo de instrumentos financieros utilizados y las modalidades de intervención predominantes.

En el cuadro 2 se puede observar que el 61% del total de los acuerdos desde 1985 fueron firmados en los períodos de caída del PIB

Gráfico 2

Préstamos concedidos por el FMI  
(en millones de DEG, porcentaje)

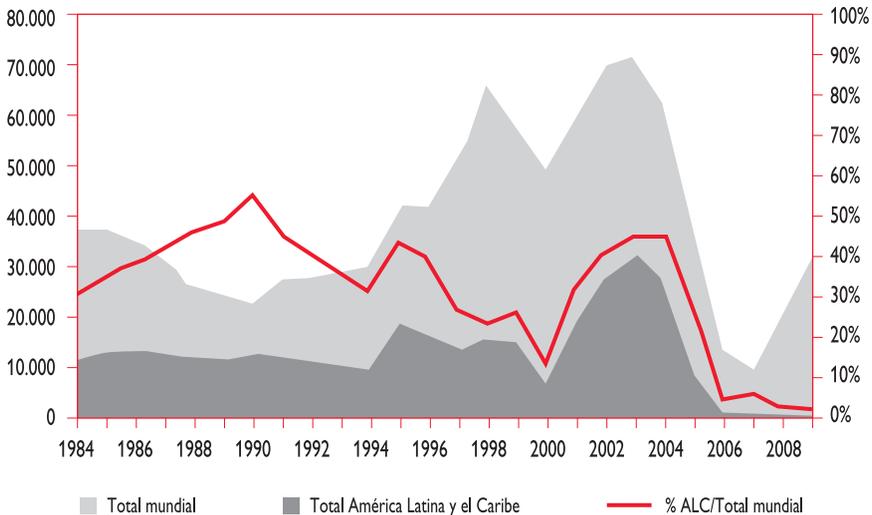
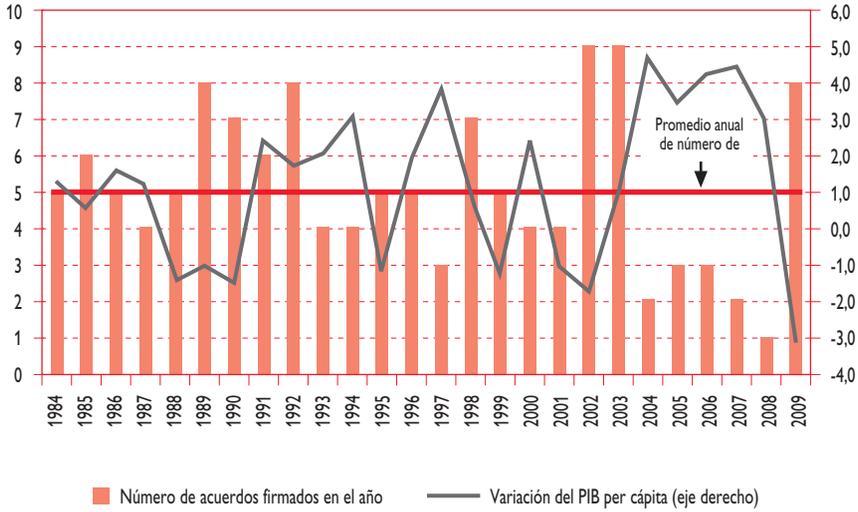


Gráfico 3

Acuerdos firmados con el FMI por los países de América Latina y el Caribe.  
Variaciones del PIB per cápita  
(en número de acuerdos y porcentajes)



Fuente: Elaboración propia basada en información del Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 2

Número de acuerdos firmados con el FMI  
en períodos de crisis

|                               | Número de acuerdos en crisis anteriores a 2009 | 2009 | % respecto al total firmados |
|-------------------------------|--|------|------------------------------|
| Número de acuerdos firmados   | 73   | 8    | 61,4                         |
| Stand-by Arrangements         | 50   | 3    | 58,9                         |
| Supplemental Reserve Facility | 5  | 0    | 100,0                        |
| Extended Fund Facility        | 8  | 0    | 72,7                         |
| Flexible Credit Line          | 0  | 2    | 100,0                        |
| Exogenous Shocks Facility     | 0  | 3    | 100,0                        |
| SAF Commitment                | 0  | 0    | 0,0                          |
| PRGF Commitment               | 10   | 0    | 55,6                         |

Fuente: Elaboración propia basada en información del Fondo Monetario Internacional.

per cápita. De estos acuerdos, los cinco tratados bajo el *Supplemental Reserve Facility* (SRF) fueron firmados en períodos de crisis y ocho de los once acuerdos bajo *Extended Fund Facility* (EFF) se firmaron en tales períodos.

## II. El FMI y el nuevo contexto internacional: acuerdo sobre cambios

El nuevo contexto internacional, sumado a la crisis de identidad en la que se sumió el Fondo en los últimos años, ha significado un intenso debate sobre cuál debiera ser el nuevo rol a llevar adelante por esta institución. En ese sentido ha habido un creciente consenso sobre la necesidad de cambios en el funcionamiento del FMI y en el menú de instrumentos financieros que éste ofrece. A continuación, se realiza una presentación sucinta de aquellos puntos sobre los que hay relativo acuerdo en la necesidad de reforma.

### Estructura de gobierno

La estructura de gobierno vigente en el FMI ha estado sujeta a severas críticas, dada la mayor representación relativa y poder de voto de los países de ingresos altos, en detrimento de los emergentes y de bajos ingresos.

Esta estructura impone fuertes consecuencias sobre las decisiones tomadas por una institución que se encuentra dividida entre países

prestamistas y prestatarios, siendo estos últimos los de menor representación relativa. Este hecho se ve agravado por el requerimiento del 85% de los votos en varias de las decisiones relevantes de la institución<sup>5</sup>.

Inicialmente se otorgó a cada país miembro 250 votos básicos y un voto adicional por cada 100.000 DEG (Derechos Especiales de Giro) de cuota. De este modo, el poder de voto quedó determinado en base al principio de equidad entre Estados y a su contribución. El principio de equidad produjo en sus inicios una transferencia de poder desde los países de mayor tamaño a los entonces países emergentes (países europeos y Japón). Sin embargo, el número de votos básicos no ha sido adaptado a los incrementos de cuotas, por lo cual el *ratio* entre votos básicos y totales ha declinado, aumentando la representación relativa de los países de mayor tamaño. Esto se ha visto reforzado por el incremento del peso de otros países miembros, determinando la actual subrepresentación de los países emergentes.

La fórmula inicial para el cálculo de la cuota se basó en criterios políticos. Si bien ésta fue modificada, aún no refleja la evolución en la relevancia relativa de los miembros en la economía internacional. Frente a esto se ha sugerido modificar la fórmula, utilizando información sobre los PIB de los países, ajustados según Paridad de Poder de Compra.

Adecuar la estructura de gobernabilidad del FMI implica, además: la asignación de votos

básicos adicionales entre los países miembros, la adopción de una nueva fórmula para el cálculo de la cuota correspondiente a cada país y el otorgamiento de mayor representación a países que han incrementado su relevancia en la economía internacional.

### Condicionidad estructural

Si bien no había sido previsto en los acuerdos constitutivos del FMI, los programas de préstamo fueron incluyendo una serie de condicionales a ser cumplidas por los países para acceder a los desembolsos. Habitualmente, la condicionidad implicaba el establecimiento de medidas y objetivos factibles de ser monitoreados, de manera de alcanzar los fines de cada programa.

La condicionidad tradicional estaba presente en dos etapas. En primer lugar, en el momento en que un miembro solicitaba financiamiento, se evaluaban las políticas desarrolladas por el país y su grado de compromiso en la implementación, generando, en algunos casos, el requisito de desarrollar acciones previas. En segundo lugar, se establecían nuevas condiciones de acceso al financiamiento para cada nuevo acuerdo, determinando etapas o fases del programa. Esto condicionaba, a su vez, la modalidad de monitoreo basada en el cumplimiento de una condicionidad *ex ante*, y otra *ex post*.

El alcance y las modalidades de las condicionales han variado en el tiempo. El

alcance se ha ampliado, pasando de aspectos de carácter macroeconómico a reformas estructurales; en tanto la condicionidad *ex post* ha ganado protagonismo. Esto ha sido percibido por los países prestatarios como un exceso de restricciones, creando desestímulos para que éstos acudan al FMI por motivos precautorios.

Adicionalmente, la condicionidad ha sido asociada con un estigma sobre la fortaleza institucional y política, y sobre la solvencia de los países que acudían al FMI. Este estigma ha representado un desestímulo aún mayor en un contexto internacional que ha permitido la consolidación de las políticas e instituciones en muchos países. Adicionalmente, la condicionidad ha estado sujeta a las siguientes críticas<sup>6</sup>:

- i) Focalización de los programas en condiciones específicas, en lugar de hacerlo en el desempeño general de la economía. El incumplimiento de los objetivos acarrea costos políticos para los gobiernos y emitía señales negativas a los mercados.
- ii) Imposición de un único modelo de política económica, al cual debían adaptarse todos los países sin prestar atención a sus diversas características; y de un esquema de condicionales que imponía igual peso a indicadores de diversa relevancia para el logro de los objetivos del programa.

iii) Percepción de que los programas imponían condicionalidades, incluso en países con políticas sólidas.

La evaluación sobre la condicionalidad estructural realizada por la Oficina Independiente de Evaluación del FMI indica que entre 1995 y 2004 el uso de la condicionalidad estructural fue amplio, y se estableció un promedio de 17 condiciones por año de programa<sup>7</sup>. El informe detecta que la mayor parte de dichas condiciones se caracterizó por su escasa profundidad estructural, y sólo la mitad se cumplió oportunamente. Además, el cumplimiento estuvo ligeramente correlacionado con la evolución de los avances de las reformas. El estudio identifica, además, que el grado de cumplimiento y eficacia fue diferencial, según el ámbito. Así, la eficacia de la condicionalidad fue mayor en los sectores de conocimiento del FMI, como la gestión del gasto público y en temas tributarios, y menor en temas tales como privatización y la reforma del sector público. Adicionalmente, la evaluación señala que las condiciones impuestas en algunos ámbitos, como la reforma comercial y la privatización, estaban apoyadas en aspectos esencialmente ideológicos.

En 2000 comenzó un proceso de racionalización de la condicionalidad, que si bien contribuyó a focalizar las condiciones en las áreas de mayor conocimiento del FMI, no logró reducir el número de condiciones estructurales, ni tam-

co mitigar las ineficiencias que sustentan las críticas a las mismas. Es así que en 2007 la Oficina de Evaluación recomendó reducir la condicionalidad estructural, imponiendo un máximo de condiciones al año, eliminando los parámetros estructurales y limitando la condicionalidad a los ámbitos que constituyen el núcleo de competencia del FMI.

### Instrumentos financieros

El reciente período de abundante liquidez internacional resultó propicio para que varios de los países miembros del FMI solidificaran sus políticas y redujeran sus vulnerabilidades. Por su parte, los países de ingresos bajos vieron abrirse nuevas fuentes de financiamiento público y privado en los mercados internacionales. Adicionalmente, la profundización de la integración financiera ha incrementado la probabilidad de que los *shocks* externos se transformen rápidamente en crisis de ágil propagación, modificando las necesidades de financiamiento de los países.

No obstante, los intentos por adaptarse a las necesidades de los miembros no han sido más que ajustes a una estructura creada hace más de cincuenta años. Es así que hasta hace unos pocos meses, los acuerdos SBA, creados en 1952 y caracterizados por desembolsos en fases tras el cumplimiento de una fuerte condicionalidad, continuaban siendo el principal instrumento de apoyo a los países de ingresos medios. De hecho, como se vio

con anterioridad, éstos han representado el 68% de los acuerdos firmados por los países de la región durante los últimos 25 años.

En este escenario, la demanda por recursos del FMI se redujo notoriamente, llevando a las autoridades de los países, a los expertos y a los funcionarios de la institución a cuestionarse la necesidad de reformar los objetivos e instrumentos disponibles.

### **Condiciones de acceso al financiamiento**

Si bien el límite de acceso al financiamiento es revisado cada 5 años, éste se había mantenido fijo desde 1998 en 100% de la cuota anual, en tanto el límite acumulado se mantenía en 300% de la cuota para los países emergentes; siendo aún menor para los LIC's. El mantenimiento del límite de acceso había determinado su reducción en términos relativos, considerando tanto el PIB de los países, sus flujos de comercio exterior, como los de capitales. El bajo límite de acceso representa una restricción a los fondos a los que acceden los países, transformándose en una limitante efectiva en un contexto de crisis internacional. Frente a esta situación, los países consensuaron sobre la necesidad de revisarlo e incrementarlo.

### **Características de la supervisión bilateral y multilateral**

Una de las características que debería distinguir al FMI de otros organismos es su capacidad para hacer un seguimiento de la evolución

económica de sus miembros e influir en la misma, incidiendo, además, en la cooperación a escala internacional (supervisión bilateral). Se le ha encomendado a la institución, por otra parte, la función de supervisar el sistema monetario internacional (supervisión multilateral). Mediante dicha supervisión, el FMI debería evaluar las circunstancias económicas y financieras a escala mundial y en cada uno de sus miembros, asesorar acerca de los riesgos que comprometen la estabilidad y el crecimiento y realizar recomendaciones sobre la conveniencia de ajustes en las políticas aplicadas.

Con miras a evaluar la calidad de la supervisión, en septiembre de 2008 el Directorio de la institución realizó una revisión de las actividades de supervisión bilateral. Entre las conclusiones, se determinó que la atención prestada a la identificación de riesgos y su comunicación era insuficiente. Adicionalmente, determinaron que se requería evaluar riesgos en forma más sistemática en cada país y a nivel multilateral y que se debía prestar más atención a aquellos que presentan baja probabilidad de ocurrencia pero que pudieran acarrear consecuencias severas.

La reciente crisis internacional ha puesto en evidencia que el FMI debe revisar su papel en la prevención de crisis; en particular, debe fortalecer su trabajo en el área macro-financiera y complementar su trabajo con otros organismos internacionales<sup>8</sup>.

La crisis ha puesto al descubierto una notoria carencia en materia de supervisión, derivada

de su dispar intensidad. La misma ha sido menos exigente en los países de mayor desarrollo relativo, varios de los cuales fueron la cuna de la crisis actual. Por tal motivo, el G-20 ha propuesto realizar una vigilancia sincera y más pareja. Adicionalmente, ha propuesto al FMI fortalecer la supervisión bilateral y multilateral, profundizar sus esfuerzos para integrar aspectos del mercado financiero en la supervisión, enfocándose en los riesgos de la estabilidad financiera internacional y reformar, junto al Banco Mundial, el Programa de Evaluación del Sector Financiero (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) para que sea más útil y fácil de actualizar.

### III. La respuesta institucional del FMI

#### Intentos de ajuste en la estructura de gobierno

El proceso de reforma de la estructura de gobierno del FMI comenzó en 2006, tras la aprobación del incremento *ad hoc* en las cuotas de China, Corea, México y Turquía. Asimismo, se propuso una nueva fórmula de asignación de cuotas, el incremento en los votos básicos y la asignación de recursos adicionales para los directores de los países africanos.

Sin embargo, la Revisión Regular de Cuotas de abril de 2008 estuvo totalmente desvinculada del proceso comenzado en 2006 y no se rea-

lizaron cambios significativos. Posteriormente, frente a la reciente crisis de liquidez internacional, el Directorio aprobó una nueva reforma *ad hoc*, orientada a obtener un sistema más representativo de los países miembros, aumentando la participación y el voto de los países de ingresos bajos. Las reformas propuestas, además de aumentar la cuota en forma excepcional para 54 países, han sido: una fórmula de cuotas más transparente; la triplicación en los votos básicos; la designación de un director adicional para las dos sillas africanas en el Directorio y el aumento de los recursos asignados a los directores ejecutivos de África. Adicionalmente, se propuso el alineamiento de las cuotas y del poder de voto cada 5 años.

Bajo esta propuesta, 135 miembros recibirían un aumento en sus votos. Dicha enmienda implicaría, además, que la participación de los votos básicos permanezca constante frente a cambios en la estructura de votos. Sin embargo, dadas las complejidades del proceso, la mayor parte de estas propuestas aún no ha sido llevada a cabo. El aumento de los votos básicos requiere enmendar el Convenio Constitutivo en un proceso de varias etapas que involucran: la propuesta de la mayoría del Directorio; la aceptación por la mayoría de los gobernadores; y la aprobación por parte de 3/5 de los miembros con el 85% del poder de voto. Esto implica el requisito de aprobación legislativa en varios de los países miembros. Los países aún no han logrado llegar a un consenso y la reforma de la

estructura de gobierno permanece en el debe de la agenda de una institución que tiene entre sus objetivos representar países de diverso nivel de desarrollo económico y social.

### **Eliminación de la condicionalidad estructural**

Con el objetivo de reducir el estigma asociado a los préstamos de la institución, el Directorio optó por flexibilizar las condiciones exigidas a los países prestatarios mediante la puesta en práctica de nuevos criterios:

- i) Incremento de la relevancia de la condicionalidad *ex ante* y eliminación de la condicionalidad *ex post* como requisito de acceso al financiamiento.
- ii) Cambio en los mecanismos de monitoreo exigidos por los programas. Desde mayo de 2009 el monitoreo pasa a ser parte de la revisión del programa, eliminando la tradicional condicionalidad estructural vinculada al cumplimiento de compromisos de política. Esta modificación se aplica incluso en los préstamos a países de ingresos bajos. Si bien las reformas estructurales continúan siendo parte de los programas apoyados por el FMI, su monitoreo se realiza mediante el cumplimiento de condicionalidades cuantitativas, y se elimina la necesidad de solicitar *waivers* frente al incumplimiento de una meta.

La condicionalidad queda reducida a puntos de partida o condiciones previas acorde a las características y fortalezas de cada país. En este sentido, la idea es que dichas condiciones estén ligadas a aspectos macroeconómicos que, además, forman parte de las capacidades técnicas del FMI. Esta flexibilización, además de responder a las críticas identificadas, busca mitigar el sentimiento de los países que consideran la condicionalidad como un menoscabo a su soberanía. Además, responde a la dificultad de establecer metas cualitativas y monitorear cambios en políticas e instituciones.

### **Simplificación de las facilidades de préstamos**

Para cumplir eficientemente su papel de prevención y resolución de crisis, los recursos de que dispone la institución tienen que ser significativos en relación con las necesidades de los países. Éstas difieren según la solidez de las políticas e instituciones, así como por los *shocks* a los que se encuentran expuestos los distintos países. Es así que, en el contexto internacional actual, algunos de los países que han sido afectados por la crisis requieren fondos, en tanto otros requieren instrumentos preventivos.

En marzo de 2009 el FMI aprobó la reforma de su esquema de préstamos y de varios de sus instrumentos. Los ajustes realizados se proponen modernizar los instrumentos de préstamos y asegurarse que la institución cuente con

herramientas adecuadas para combatir la crisis actual y futuras. La reforma incluye las siguientes dimensiones: i) Eliminación de instrumentos existentes poco utilizados; ii) Flexibilización de las operaciones *stand by*; iii) Desarrollo de una Línea de Crédito Flexible (FCL); y iv) Creación de nuevos instrumentos para los países de menores ingresos.

i) *Eliminación de facilidades poco utilizadas*

Debido a su escaso uso, el Directorio del FMI apoyó la eliminación de facilidades especiales, como el *Supplemental Reserve Facility (SRF)*, el *Compensatory Financing Facility (CFF)* y el *Short Term Liquidity Facility (SLF)*. Este último fue reemplazado por la FCL.

ii) *Establecimiento de una Línea de Crédito Flexible (FCL)*

La FCL sustituyó a la SLF, heredando sus principales características, pero modificando aquellos factores que le quitaban atractivo. Así, la FCL incluye un mayor período de repago, contempla ser usada como instrumento precautorio y otorga flexibilidad a la definición de problema de balanza de pagos. Esta facilidad fue creada como un instrumento flexible (actual o contingente) que busca atender todo tipo de necesidades de balanza de pagos. Se trata de acuerdos de entre seis meses y un año de duración, con una revisión en el medio, y pueden ser renovados si el miembro

continúa cumpliendo las condiciones requeridas. Dichas condiciones determinan que la FCL esté destinada a países con políticas y fundamentos sólidos.

La característica distintiva de este instrumento es que el tradicional desembolso en fases acorde al cumplimiento de metas y el monitoreo *ex post* es sustituido por la condicionalidad *ex ante*. Por tal razón, el monto de acceso aprobado se encuentra disponible durante la vigencia de la facilidad, y éste puede utilizarlo o mantenerlo como crédito contingente. El acceso a este instrumento no está sujeto a los límites tradicionales, aunque se espera que el acceso acumulado no supere el 1.000% de la cuota. Los miembros que accedan a la FCL no están sujetos a los tradicionales mecanismos de salvaguarda del FMI. Sin embargo, al solicitar la aprobación el país le otorga al FMI acceso a las auditorías de los estados financieros del Banco Central.

A diferencia del SFL, a pocos meses de su aprobación, la FCL ya ha sido solicitada por México (47.000 millones de dólares), Polonia (20.580 millones de dólares) y Colombia (10.500 millones de dólares).

Para asegurarse de que el FMI cuenta con recursos suficientes para hacer frente a este tipo de financiamiento en épocas de crisis se estableció su revisión a los dos años de su aprobación o cuando los montos comprometidos alcancen 100.000 millones de

SDR, que representa alrededor de la mitad de los recursos disponibles.

iii) *Flexibilización del Stand-by Agreement*

Los cambios introducidos pretenden que este instrumento contribuya de manera más eficaz a la prevención y resolución de crisis. Adicionalmente, para aquellos países emergentes que no accedan a la FCL se propuso el uso de un SBA ampliado de carácter precautorio y flexible, de acuerdo con las necesidades de cada país. Con este objetivo, se eliminó la presunción de fases trimestrales, sujetas al criterio de desempeño, siendo reemplazada por un criterio acorde a las características de cada país. De esta forma, se pretende dar mayor flexibilidad a los desembolsos y a las instancias de monitoreo.

iv) *Nuevos instrumentos para los países de bajos ingresos*

Los países del G-20 apoyaron explícitamente la revisión de los instrumentos utilizados por los países de bajos ingresos. La misma implicaba evaluar el incremento de la capacidad del FMI para proveer financiamiento concesional y del límite de acceso para el PRGF y la Facilidad para Shocks Exógenos, de modo de que esta última pueda ser usada por países de bajos ingresos. Esta sugerencia fue implementada en 2008 y desde entonces 13 países han hecho uso de

esta facilidad. Adicionalmente, el FMI duplicó el límite de acceso de los LIC's y aumentó los préstamos concesionales.

Más recientemente, el 23 de julio de 2009, el Directorio Ejecutivo promovió una Nueva Arquitectura de las Facilidades Crediticias para Países de Bajos Ingresos, mediante la aprobación de cuatro instrumentos, que se espera se hagan efectivos a fines de 2009 cuando se obtenga el consentimiento de los países donantes.

Todas las líneas concesionales deberán tener un fuerte vínculo con la Estrategia de Reducción de la Pobreza del país, incluyendo la nueva línea precautoria (*Stand-by Credit Facility*), aunque se permitirá flexibilidad en el plazo de presentación y características de acuerdo al tipo de instrumento.

Finalmente, se proponen cambios de diseño en los programas, con el propósito de reforzar el foco en el alivio de la pobreza y el crecimiento, proteger el gasto público y priorizar el gasto destinado a los sectores más pobres de la sociedad, focalizando los créditos en áreas críticas, como el manejo transparente de los fondos públicos.

Por su parte, el G-20 apoyó el trabajo conjunto del FMI y el Banco Mundial para restaurar el acceso de los países en desarrollo a los mercados privados, así como para proveer financiamiento para políticas fiscales contracíclicas. El G-20 recomendó evaluar el papel del

FMI en los países de ingresos bajos, aconsejando que la expansión de los préstamos sea consistente con el mandato de la institución y que éste no abarque áreas que puedan ser mejor atendidas por el Banco Mundial.

En base a los instrumentos existentes a septiembre de 2009, el mapa internacional que se presenta en el mapa 1 muestra una fuerte concentración regional de la utilización de los mismos. Así los países africanos han accedido a créditos a tasas concesionales (PRGF), en tanto

los emergentes han accedido a los tradicionales SBA, y recientemente Colombia, México y Polonia han hecho uso de la nueva FCL.

**Ampliación de los límites de acceso**

En un contexto internacional de restricciones de liquidez, el límite normal de acceso fue incrementado al 200% de la cuota, en tanto el límite acumulado se incrementó al 600%. Adicionalmente, el FMI revisó su política de acceso excepcional para apoyar a aquellos países que

Mapa 1

Acuerdos vigentes con el FMI



Fuente: www.IMF.org

enfrentan problemas de balanza de pagos derivados de presiones en la cuenta capital y en la cuenta corriente, el cual no afecta a la FCL que tiene su propia normativa. En primer lugar, se relajaron los requisitos para poder acceder a este tipo de financiamiento, habilitándose el acceso excepcional para miembros con problemas potenciales y reales en sus balanzas de pagos. Adicionalmente, se flexibilizó el requisito de acceso previo a los mercados de capitales. De este modo, se relajaron las exigencias para acceder al Mecanismo de Financiamiento de Emergencia, haciéndolo accesible a una mayor cantidad de países, en particular, aquellos de menores ingresos.

En este proceso, se buscó simplificar la estructura de costos y alinearlos entre diversas facilidades. Así, se estableció que a partir de agosto de 2009 se pasaría de una estructura de sobrecargos escalonada en el tiempo a una más plana (sólo dos escalones). Este sistema busca reducir el grado de complejidad y proveer incentivos para acelerar el repago, preservando las salvaguardas del FMI.

Adicionalmente, para evitar distorsiones en países con acuerdos vigentes, se les otorgó la opción entre el sistema de sobrecargos existente y el nuevo sistema para los acuerdos preexistentes, en tanto los nuevos acuerdos quedarán sujetos a la nueva estructura.

La introducción de la FCL y la ampliación del SBA implican un riesgo de liquidez para el FMI, determinando la necesidad de revisar la

estructura de comisiones. Estas comisiones son anuales aplicables a todos los acuerdos y reembolsables una vez que el país miembro realiza retiros. Así, se pasó de una estructura que no desestimulaba acuerdos de altos montos, a una en la cual la tasa aumenta con el acceso. Con la nueva estructura se busca proveer al FMI recursos para contrarrestar el costo de tener fondos inmovilizados por un largo período de tiempo. Sin embargo, se procura que no sea lo suficientemente costosa como para desestimar acuerdos precautorios.

### **Incremento de recursos disponibles**

El incremento en el límite de acceso y la implementación de la FCL acarrea la necesidad de aumentar los recursos para ser prestados. Esta necesidad se ve acentuada por el incremento de los compromisos de crédito y la incertidumbre respecto de la duración de la actual crisis. Así, durante el mes de noviembre de 2008 el FMI aprobó compromisos por 42.000 millones de dólares. Como resultado, durante el último trimestre de 2008 los recursos disponibles para ser prestados declinaron en un quinto.

Los recursos disponibles también se redujeron en términos relativos, tanto si se considera el PIB mundial como los flujos de comercio y capital internacional<sup>9</sup>. En este contexto, las autoridades del FMI solicitaron triplicar sus recursos disponibles, en relación con los niveles de pre-crisis, llevándolos a 750.000 millones de dólares. Si bien todos los

países concordaron sobre esta necesidad, no parece haberse logrado un consenso en relación a la forma de realizar dicho incremento. Esto ha conducido al apoyo de dos medidas alternativas: incrementar los préstamos bilaterales y/o ampliar las cuotas.

La primera medida ha sido apoyada fundamentalmente por los países de mayor desarrollo relativo, que buscan mantener su peso en la institución. El aumento de las cuotas, en cambio, además de representar un incremento en los recursos, representa un cambio en la gobernabilidad. Por tal motivo, esta medida ha sido apoyada principalmente

por los países que actualmente se encuentran subrepresentados.

El mayor avance se ha dado en base a la primera medida y hacia mediados de 2009 los recursos del FMI se han incrementado en más de 114.000 millones de dólares mediante diferentes acuerdos bilaterales (véase el cuadro 3).

Adicionalmente, los países del G-20 apoyaron el proceso de expansión e incremento de los Nuevos Acuerdos de Préstamo (*New Arrangements to Borrow-NAB*)<sup>10</sup>. A febrero de 2009, los Nuevos Acuerdos de Préstamo, junto a los Acuerdos de Préstamos Generales (*General Agreements to Borrow*), podían

Cuadro 3

Acuerdos bilaterales suscritos por el FMI en 2009

| <b>País y montos</b><br>(en miles de millones de dólares norteamericanos) | <b>Especificaciones</b>   |
|---|---|
| Japón – 100   | Acuerdo firmado el 13 de febrero de 2009  |
| Unión Europea – 178   | El 4 de septiembre se firmó un acuerdo por 11.000 millones de euros con Francia<br>El 1 de septiembre se firmó un acuerdo por 15.000 millones de dólares con el Reino Unido |
| Noruega – 4,5   | Acuerdo firmado el 6 de julio de 2009   |
| Canadá – 10   | Acuerdo firmado el 8 de julio de 2009   |
| Suiza – 10  | Declaración del Director del FMI en base a declaración del país (8 de abril de 2009)  |
| Estados Unidos  | Aprobación del Congreso (18 de junio de 2009)   |
| Corea – por lo menos 10   | Corea financia los recursos disponibles para prestar del FMI (4 de mayo de 2009)  |
| Australia – 7   | Australia asume el compromiso (12 de mayo de 2009)  |
| Rusia – hasta 10  | Intención de comprar notas emitidas por el FMI (27 de mayo de 2009)   |
| China – hasta 50  | China compra notas emitidas por el FMI (2 de septiembre de 2009)  |
| Brasil – hasta 10   | Intención de invertir en notas emitidas por el FMI (10 de junio de 2009)  |
| India – hasta 10  | Compromiso a comprar notas emitidas por el FMI (5 de septiembre de 2009)  |
| Singapur – 1,5  | Compromiso de apoyo (8 de septiembre de 2009)   |

Fuente: Elaborado en base a [www.imf.org](http://www.imf.org).

prestar al FMI recursos por hasta SDR 34 billones (50.000 millones de dólares).

El avance basado en la reforma de la estructura de cuotas ha sido menor. Éstas constituyen la principal fuente de recursos del FMI y condicionan los recursos máximos que cada país puede proveer al FMI, el acceso a fondos de los países prestatarios y la participación en la asignación de SDR.

La revisión regular de cuotas de 2008 estuvo desvinculada del proceso *ad hoc* iniciado en 2006, y las autoridades optaron por no incrementarlas hasta la próxima revisión, que tendría lugar en 2013. Frente al cambio en el contexto internacional, en abril de 2008, el Directorio aprobó una nueva reforma *ad hoc* en la que se propone el incremento excepcional para 54 países<sup>11</sup>.

Con el propósito de reducir la dependencia de los ingresos derivados de los préstamos, en abril de 2008, el Directorio del FMI propuso una reforma orientada a generar una nueva estructura de gastos e ingresos. La reforma busca diversificar las fuentes de ingresos de la institución, por lo cual propone generar una reserva inicial basada en la venta de oro. Asimismo, se propuso recortar los gastos de la institución en 100 millones de dólares en el período comprendido entre 2008 y 2011.

Si bien el recorte de gastos fue llevado a cabo rápidamente, la venta del oro aún está pendiente de aprobación. Mientras tanto, en julio de 2009 el Directorio decidió que los

recursos vinculados con dicha venta también contribuyan a incrementar la capacidad del FMI para realizar préstamos concesionales.

Siguiendo un pedido del G-20, el Directorio del FMI aprobó el 7 de agosto de 2009 la asignación de SDR por un monto de 250.000 millones de dólares, que se hizo efectiva a fines de dicho mes. Esta asignación se realizó en base a la cuota de cada país en la institución. Los países emergentes y en desarrollo han recibido una suma de aproximadamente 100.000 millones de dólares, de los cuales 18.000 serían destinados a LICs<sup>12</sup>.

Adicionalmente, la legislación de Estados Unidos aceleró el mecanismo que permitió una asignación especial por una sola vez, de 33.000 millones de dólares, para aquellos países que no recibieron la asignación inicial. Con una asignación total de 283.000 millones de dólares, los montos excepcionales de SDR se incrementarían a 316.000 millones.

Si bien la reciente crisis parece haber generado consenso entre los países miembro sobre la necesidad de incrementar los recursos del FMI, el modo de incrementar dichos recursos ha sido tema de intenso debate. Muchos países, especialmente los países en desarrollo, han sostenido que el incremento debe realizarse mediante el aumento de las cuotas. Además de mantener la esencia cooperativa de la institución, el aumento sustancial de cuotas se reconciliaría con la evolución que ha tenido el mundo en las últimas décadas, en

materia de reservas internacionales, actividad y movimiento de capitales. Permitiría, por otra parte, una más amplia redistribución del poder de voto, desde países desarrollados a aquellos en desarrollo o de bajos ingresos. En el otro extremo, a los efectos de evitar la transferencia de poder, muchos países industrializados, especialmente los europeos, prefieren que el aumento de recursos se realice a través de las NABs o de acuerdos bilaterales. Es en esta última dirección donde se han dado los principales avances.

Los compromisos asegurados hasta el momento parecen indicar que el FMI cuenta con recursos que le permitirían enfrentar las actuales necesidades financieras de los países. Sin embargo, la suficiencia de los mismos dependerá de la prolongación y profundidad de la crisis. Si lo peor de ésta ya ha pasado, los recursos parecerían ser suficientes; en tanto si la crisis se profundiza, se requerirán compromisos adicionales.

#### **IV. Debilidades y desequilibrios que persisten**

Si bien tanto el G-20 como el FMI y sus países miembros han tomado conciencia sobre la necesidad de implementar un proceso de reforma, aún persisten importantes desequilibrios que afectan tanto la legitimidad de la institución como la eficacia de sus acciones.

#### **Dificultades para implementar cambios en la estructura de gobierno**

Aunque la Revisión de 2008, junto a la nueva fórmula, fue aprobada por el Directorio, por tratarse de aspectos vinculados a cambios en las cuotas deben ser aprobados por varios de los congresos de los países miembros. En este sentido, aún no se han logrado las mayorías necesarias para que la revisión se plasme en una realidad en materia de cuotas y poder de voto. Más allá de eso, el Directorio se encuentra abocado a adelantar la nueva revisión, que se busca sea aprobada en 2011, en lugar de en 2013. A comienzos de octubre del 2009 los miembros de la institución respaldaron nuevamente la solicitud del G-20 de incrementar en 5% la participación de los países en desarrollo. No obstante, algunos países desarrollados aún consideran excesivo ceder el 5% de sus cuotas; en tanto para otros como Brasil, Rusia, India y China este porcentaje debería ser, por lo menos, del 7%.

Para mantener la legitimidad y efectividad del FMI, sus miembros deben sentir confianza en la institución, sintiéndose representados en el proceso de toma de decisiones. El cambio en la estructura de gobierno requiere, por ende, transparencia, *accountability* y legitimidad. La transparencia implica que las decisiones sean el resultado de una discusión abierta con plena participación de sus miembros. El *accountability* requiere poder responder a preguntas tales como:

¿Frente a quién es responsable el FMI por programas que fallen en su diseño? o ¿quién es responsable por programas subfinanciados? La legitimidad implica tomar en consideración el interés de todos los miembros, independientemente de su nivel de desarrollo relativo.

Reformar la gobernabilidad representa un requisito para poder llevar adelante el resto de las reformas planteadas. En particular, más allá de las fallas técnicas de la supervisión, gran parte de los errores cometidos y de las críticas recientes derivan directamente de fallas en los mecanismos de gobierno.

### **Potencial utilización discrecional del nuevo marco de condicionalidad**

La relajación de la condicionalidad estructural puede generar espacios a decisiones discrecionales. En particular, la exigencia de adopción de un sistema de tipo de cambio flexible representa un caso típico de discrecionalidad en los requerimientos. En algunos casos este requisito se ha impuesto como una condición previa para el acceso a financiamiento, en tanto a otros países, como es el caso de Lituania, se les ha permitido mantener su sistema de tipo de cambio fijo, pese al deterioro constante de sus reservas y al costo fiscal que esto implica.

### **Discrecionalidad en el acceso a la FCL**

Si bien es el país quien solicita entrar en esta línea de crédito, corresponde al Directorio

Ejecutivo del FMI decidir si el país satisface los requisitos. Para tomar esta decisión se debe considerar el cumplimiento de las siguientes pre-condiciones: i) posición externa sostenible; ii) cuenta capital dominada por flujos privados; iii) historia de acceso sostenido a los mercados de capitales internacionales; iv) cómoda posición en reservas; v) finanzas públicas sanas; vi) inflación baja y estable; vii) ausencia de problemas de solvencia en el sistema bancario; viii) supervisión financiera efectiva; ix) transparencia en la información.

La especificación de las dimensiones que deben ser consideradas deja lugar a un importante grado de discrecionalidad en la decisión. Al no establecerse indicadores y valores a ser considerados en la evaluación de cada una de las dimensiones especificadas, se abre espacio para afectar la decisión sobre los países elegibles. Esto se evidencia en la respuesta a las preguntas como: ¿qué implica tener una posición externa sostenible?, ¿qué implica una supervisión financiera efectiva? o ¿qué se entiende por inflación baja?

### **El límite de acceso para países de bajos ingresos parece ser insuficiente**

Los límites de acceso para las operaciones a tasas concesionadas se mantienen por debajo de los establecidos para el resto de los países y parecen ser aún insuficientes. Considerando que los niveles de endeudamiento de los LIC's se encuentran sensiblemente

por encima de los de los países emergentes, un mayor préstamo significaría incrementar los problemas en materia de sustentabilidad de la deuda. No obstante, hay movimientos destinados a producir una ampliación de estos límites que en la actualidad aparecen como insuficientes para enfrentar la crisis. La futura venta del oro de la institución representa una oportunidad para aumentar el acceso a recursos de estos países.

### **Dudas sobre implementación de los cambios en la supervisión**

La supervisión ha recaído sobre los países en desarrollo, dejando de lado el sistema financiero de países desarrollados, como Estados Unidos, y los recientes cambios económicos y políticos en otras regiones, especialmente Europa Oriental. De este modo, se perdieron de vista los sustanciales desequilibrios y riesgos que se estaban engendrando. Como consecuencia, la crisis internacional ha contribuido a identificar los errores cometidos y a tomar conciencia sobre la necesidad de introducir cambios que eviten la repetición a futuro de los problemas planteados. Fundamentalmente, han quedado en evidencia las debilidades de supervisión y las consecuencias de su intensidad dispar. No obstante, pese a este reconocimiento, aún no se han tomado medidas significativas para equiparar la supervisión entre los países de diverso nivel de desarrollo relativo.

## **V. El FMI y América Latina y el Caribe: algunas consideraciones finales**

La reciente crisis internacional, a la vez que ha puesto en evidencia importantes debilidades en la gestión del FMI, ha generado la oportunidad para redefinir el papel de la institución y llevar adelante las reformas pertinentes. En este contexto, los países del G-20 dieron su opinión sobre cuál debe ser el mandato del FMI en los próximos años y sobre las reformas de gobernabilidad pendientes. Esta opinión refleja el acuerdo entre los líderes de las mayores economías del mundo sobre lo que debería ser el accionar futuro de la institución.

Más allá de este acuerdo, la adecuada coordinación entre los cambios en el contexto macroeconómico internacional, el papel resultante y los instrumentos con los que cuenta es lo que va a permitir mejorar el perfil del FMI y cumplir con sus nuevas funciones de manera adecuada.

A su vez, las mejoras en la estructura de gobierno de la institución resultarían trascendentes para evitar interferencias políticas en el monitoreo de las grandes economías y permitirían una mejor representación de las economías emergentes y de bajos ingresos, que actualmente se encuentran sub-representadas.

Las autoridades del G-20 han confiado al FMI un papel central en la resolución de la crisis actual y en la prevención de crisis futuras. La asistencia financiera es un requisito crucial

para cumplir con la primera de estas tareas. Sin embargo, en el futuro la institución deberá enfocarse a la prevención, para lo cual deberá continuar desarrollando instrumentos financieros de prevención, de la naturaleza de la FCL, e implementando un mejor monitoreo bilateral y multilateral.

Con respecto a su relación con los países de América Latina y el Caribe, la crisis actual y las posibles respuestas del FMI significan una gran oportunidad para mejorar la reputación de esta institución, muy deteriorada en la última década en la región.

La reforma llevada adelante en el FMI en el 2009 ha tenido diversos impactos sobre la región. En primer lugar, algunos países de América Latina y el Caribe tuvieron acceso a nuevas facilidades como la FCL, los acuerdos *stand-by* "precautorios" y la modalidad de "acceso rápido" del Servicio de Shocks Exógenos (*Exogenous Shocks Facility*, ESF). Los nueve acuerdos firmados durante 2009 tuvieron lugar en estas nuevas modalidades. Costa Rica, El Salvador, Guatemala y República Dominicana acordaron *stand-by* precautorios, México (47.000 millones de dólares) y Colombia (10.500 millones de dólares) accedieron a la FCL y Dominica, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas obtuvieron créditos del Servicio de Shocks Exógenos<sup>13</sup>.

En segundo lugar, debe tenerse en cuenta que una de las nuevas reglas que incorpora la reforma es que para todos los préstamos de

la institución se eliminarán los criterios de desempeño estructural. No obstante, las reformas estructurales seguirán siendo parte de los acuerdos respaldados por la institución cuando se consideren como cruciales para la recuperación del país, pero no condicionarán desembolsos.

Debido a que la reforma tiene vigencia desde mayo de 2009, el único país de la región que ha sido partícipe de la reforma es República Dominicana, que firmó un acuerdo en octubre de 2009 cuyo programa no incluye criterios de desempeño estructural, a diferencia del acuerdo firmado el año 2005. El acuerdo del 2005 incluía criterios de desempeño estructural, tanto en política fiscal como política bancaria.

A la luz de estos antecedentes, queda claro que resulta prematuro evaluar el impacto de la reforma en la relación entre el FMI y la región y si los cambios efectuados permitirán superar el estigma que en los últimos años ha supuesto tener un acuerdo con esta institución. No obstante, puede adelantarse que la posible mejora en las relaciones va a depender de diversos factores entre los que es importante resaltar un más equitativo reparto en las estructura de gobierno, evitar la utilización discrecional del nuevo marco de condicionalidad y el acceso a los nuevos mecanismos de financiamiento (FCL), el aumento en los límites de acceso para los países de bajos ingresos y una menor asimetría en la intensidad de la super-

visión entre distintas regiones y países. Más allá de eso, y de acuerdo con lo observado en el impacto y respuesta a la crisis de parte de los países de América Latina y el Caribe, puede adelantarse que en este nuevo papel del Fondo la región no jugará el rol central que ocupó en otras etapas.

Por último debe resaltarse que un adecuado funcionamiento del FMI resulta fundamental para los países de la región ya que permitirá descansar menos en el “autoseguro” y más en instituciones internacionales, de manera de hacer un uso más eficiente y equitativo de sus recursos.

## Referencias bibliográficas

- Boughton, J. (2001): *Silent Revolution. The IMF 1979-198*, Washington DC, IMF.
- Buira (2003): "An Analysis of IMF Conditionality", *G-24 Discussion Papers Series*, nº 22, agosto.
- CEPAL (2005a): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2005-2006*.
- CEPAL (2005b): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2005*.
- CEPAL (2006): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2006-2007*.
- CEPAL (2009): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2009*.
- Frenkel, R. y A. Avenburg (2008): "Los cambiantes roles del FMI y América Latina", mimeo.
- G-20 Working Group 3 (2009): *Reform of the IMF*, IMF.
- IMF (2007): *IMF-Independent Evaluation Office*. Evaluación de la OEI sobre la condicionalidad estructural de los programas respaldados por el FMI.
- IMF (2008): *IMF-Review of the Fund's Financing Role in Member Countries*.
- IMF (2009a): *IMF-Conditionality in Fund-Supported Programs-Purposes, Modalities and Options for Reform*.
- IMF (2009b): *IMF-GRA Lending Toolkit and Conditionality: Reform Proposals*.
- IMF (2009c): *IMF-Independent Evaluation Office. Studies of IMF Governance. A Compendium*. R. Lamdany y L. Martínez-Díaz (eds.).
- IMF (2009d): *IMF-Review of the Fund Facilities-Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options*.
- Lorenzo, F. y N. Noya (2006): "IMF Policies for Financial Crisis Prevention in Emerging Markets", *G-24 Discussion Paper Series*. United Nations Conference on Trade and Development.
- Material y estadísticas disponibles en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Notas

- 1 Cuba renunció a la membresía del FMI en 1964 (Boughton, 2001).
- 2 Para más detalle sobre el cambiante papel del Fondo y su relación con América Latina, véase Frenkel y Avenburg (2008).
- 3 Véase Frenkel y Avenburg (2008).
- 4 En marzo de 2006, Uruguay pagó en forma anticipada 625 millones de dólares norteamericanos correspondientes al total de vencimientos de ese año. Finalmente, canceló anticipadamente su programa vigente con el FMI a finales del mismo año, a través del pago del saldo de la deuda que en esos momentos mantenía con la institución.
- 5 Incluso, en algunas de ellas, por el peso de su cuota, EE UU tiene poder de veto.
- 6 Explicitadas en FMI (2009a).
- 7 En la década de los años setenta los programas del FMI tenían en promedio seis requerimientos, en la década de los años ochenta el promedio era de diez. Esto llegó a un máximo con los programas adoptados en las crisis asiáticas: a Indonesia se le impusieron 140 condiciones, mientras que a la República de Corea se le impusieron 94 (Frenkel y Avenburg, 2008; Buira, 2003).
- 8 Véase Lorenzo y Noya (2006).
- 9 Desde la década de los años setenta la cuota de los países en el Fondo (principal fuente de financiamiento de la Institución) se había mantenido en 1,25% del PIB mundial. Sin embargo, hacia fines de 2008 ésta representaba tan sólo el 0,8% del PIB global.
- 10 Se trata de préstamos entre el FMI y 26 miembros e instituciones creados en 1998, que requieren ser aprobados por los representantes de más del 85% de los países que actualmente tienen NAB (26 países), por el FMI, así como cambios legislativos en algunos de los países miembros. Han sido renovados dos veces, la

última en noviembre de 2007, por un período de cinco años desde noviembre de 2008.

- 11 La concreción de este incremento requiere la aprobación por parte del 85% de los miembros con poder de voto y la aprobación legislativa en los países miembros.
- 12 Los países de la región recibieron SDR por un monto cercano a los 21.000 millones de dólares. Para más detalle, véase CEPAL (2009).
- 13 Como se señaló, las reformas de los instrumentos utilizados por el FMI incluyeron la eliminación del SRF de uso intenso en la región durante las crisis de 1998-1999 y 2001-2002. No existe en la actualidad un instrumento que reemplace el tipo de servicios que eran atendidos por esta modalidad de operación.



## Coordinación macroeconómica y desequilibrios globales

### **Resumen:**

La globalización ha incrementado los niveles de interdependencia entre países, ampliando las externalidades derivadas de sus decisiones macroeconómicas. En este contexto, las ventajas de la coordinación macroeconómica internacional se hacen más evidentes. En el artículo se consideran los fundamentos doctrinales y empíricos que avalan este juicio. Se revisan algunas experiencias precedentes de coordinación macroeconómica y se analiza la pertinencia de la coordinación internacional tanto en la respuesta a la crisis como en la progresiva solución de los desequilibrios globales que están en su base.

### *Palabras clave:*

globalización, coordinación macroeconómica internacional

### **Abstract:**

Globalization has increased the level of interdependence among countries, strengthening externalities of their macroeconomic policy. In this context, the advantages of international macroeconomic coordination are more noteworthy. The article debates theoretical and empirical bases of that statement. Some previous experiences of international coordination are examined. Finally, it is analyzed the suitability of international macroeconomic coordination in relation to the economic crisis response and in the process of correcting global economic imbalances.

### *Key words:*

globalization, international macroeconomic coordination



## Coordinación macroeconómica y desequilibrios globales

### I. Introducción

La gestión macroeconómica se ha entendido tradicionalmente como una de las tareas encomendadas de forma privativa a los Estados nacionales. Se consideraba que entre los bienes públicos que los Estados debían ofrecer figuraba la gestión adecuada del ciclo económico, para minimizar los efectos perversos de la inestabilidad y generar el máximo crecimiento económico posible. Esta idea, sin embargo, se ha visto cuestionada como consecuencia de las crecientes externalidades transfronterizas a que dan lugar las decisiones macroeconómicas. La senda de la globalización en curso ha incrementado hasta límites desconocidos los niveles de interdependencia entre las economías, alcanzando también al ámbito de sus respectivas opciones macroeconómicas. En estas condiciones, el entorno internacional limita, en

mayor medida que antaño, el margen discrecional de las decisiones nacionales y éstas pueden tener efectos que trascienden los límites geográficos del país que las adoptó.

Entre las muy diversas consecuencias que se derivan de este hecho, una remite a las fisuras que esas interdependencias generan en el comportamiento eficiente del mercado, al dificultar que los agentes (en este caso, más centralmente los gobiernos) puedan construir funciones de decisión independientes y completas. El decisor no tiene información *ex ante* acerca de factores que incidirán en el resultado de sus opciones, que dependen en no pequeña medida de las decisiones adoptadas por otros. En estas condiciones puede suceder que la suma de decisiones individuales autónomas pueda conducir a equilibrios internacionales alejados del óptimo; y que, al contrario, la visión de un planificador benevolente, como figura

teórica que propicia la coordinación internacional, alcance resultados más aceptables.

Atenuar los efectos perversos de esas interdependencias requeriría la internalización previa por parte de cada país de los efectos externos que sus decisiones macroeconómicas generan sobre terceros; y permitir, por esta vía, el logro de equilibrios cooperativos más eficientes que los que resultarían de una suma de respuestas independientes. Tal es lo que se propone, en grados diversos según los casos, la coordinación macroeconómica internacional.

El debate acerca de las ventajas de esta posibilidad tiene ya casi cuatro décadas de historia. Se inició a comienzos de la década de los setenta, con el desmoronamiento del sistema de Bretton Woods; y se mantuvo con un protagonismo variante en la agenda académica y política hasta la actualidad. Durante este período histórico se avanzó en la fundamentación doctrinal y en la medición empírica de los efectos asociados a la coordinación macroeconómica internacional. Aunque los resultados de estos modelos son altamente sensibles a los supuestos de partida, cada vez son más los sectores que asocian la coordinación macroeconómica internacional con ganancias potenciales de bienestar para todos los implicados.

Pese a ello, la comunidad internacional llegó a la presente crisis con muy limitados niveles de coordinación macroeconómica previa. Los mayúsculos desequilibrios globales que prece-

dieron al estallido de la crisis apenas si merecieron la atención de las reuniones previas del G-8. La gravedad de la crisis, y algunos cambios políticos en países de referencia, facilitaron una mayor concertación en la articulación de la respuesta frente al brote de inestabilidad financiera y a la subsecuente recesión económica. Las reuniones del G-20 son fruto de ese espíritu. Quizá esa experiencia sirva para poner de nuevo sobre la mesa el debate acerca de la pertinencia de la coordinación macroeconómica y de los mecanismos necesarios para propiciarla.

En las páginas que siguen discutiremos estos aspectos, apelando para ello tanto a lo que dice la doctrina como a la experiencia internacional previa. El análisis de la crisis, de sus condicionantes y de su respuesta, sirve para justificar la necesidad de una mayor y más eficaz coordinación macroeconómica. Una coordinación que se antoja, sin embargo, más difícil que antaño, en la medida en que se ha ampliado el número de actores a considerar y los niveles de heterogeneidad de los que se parte. Argumentos que avalan la necesidad de encontrar, respecto al pasado, mecanismos más institucionalizados (menos informales) para promover la coordinación.

## II. Justificación inicial

A lo largo de los años ochenta, una amplia colección de estudios trató de investigar los efectos de una mayor coordinación macroeco-

nómica. En la mayor parte de los casos, los estudios parten de modelos de inspiración keynesiana, más o menos evolucionados, que tratan de captar el efecto que, en un entorno de cierta interdependencia, tienen las externalidades transfronterizas derivadas de las decisiones macroeconómicas. En este marco relativamente simple, las principales vías a través de las que operan esas interdependencias son: i) los efectos de demanda, que se canalizan internacionalmente a través del comercio; ii) los efectos financieros, que operan predominantemente a través de los tipos de interés; y iii) los efectos sobre los precios relativos, que se manifiestan en los tipos de cambio y los términos de intercambio (Carton y Montagne, 2007). La consideración de estos canales permite construir un marco analítico desde el que estudiar el impacto de las externalidades macroeconómicas.

Por ejemplo, ante una situación de exceso de inflación, un país puede decidir acometer una contención del gasto. Esta decisión tiene efectos sobre las economías vecinas, en tanto que limita el crecimiento de la demanda agregada y conduce a una apreciación del tipo de cambio real, asociado al diferencial entre los tipos de interés y a la modificación de las tasas de inflación respectivas. La suma de todos estos efectos conducirá a un empeoramiento del saldo corriente de los países socios del decisor.

Los efectos son menos definidos si para controlar la inflación el país operase a través del tipo de interés. Una elevación de los tipos

de interés conduciría a una contención de la demanda y a una apreciación del tipo de cambio (vía paridad no cubierta de los tipos de interés). No obstante, su efecto sobre el comercio, tanto del país en cuestión como de los países socios, es más ambiguo, por cuanto depende de las vías a través de las cuales se transmite la política monetaria a la demanda y de la sensibilidad que el comercio tiene a la evolución de los tipos de cambio.

Finalmente, los efectos sobre el comercio de una alteración en el tipo de cambio (sin modificar el tipo de interés) son notables. No en vano, en este caso se están alterando directamente las condiciones de competitividad relativa de las economías, sin que haya una modificación autónoma de la demanda que opere en sentido inverso.

Incluso en un marco tan simple como el mencionado, la mera relación de efectos citados evidencia la dificultad que para un país aceptablemente inserto en el mercado internacional tiene protegerse de decisiones inconvenientes adoptadas por sus socios. De hecho, puede ser difícil definir de forma anticipada la respuesta óptima. Pongamos por caso que uno de nuestros países vecinos decide cortar el gasto público para contener la demanda, nuestro país podría, en principio, bien asumir una estrategia compensatoria, tratando de estimular la demanda doméstica a través del recurso al gasto público propio, bien podría adoptar una estrategia rival, tratando de aminorar el efecto

que la decisión ajena tiene sobre la balanza corriente a través de una contención simétrica del gasto. Dos opciones de resultados distintos frente a una misma decisión inicial. Es claro que en estos casos la coordinación limita la incertidumbre de los efectos derivados de las decisiones autónomas de los países implicados.

Para complicar más las cosas, el planteamiento precedente se vería sustancialmente modificado si el marco analítico del que se parte es diferente. Por ejemplo, sería distinto si la reflexión se hiciese desde la perspectiva de la *nueva macroeconomía*. Como es sabido, una de las características de este enfoque es considerar el doble papel que juegan los tipos de cambios: i) como precios relativos que dependen de factores contemporáneos de la economía, particularmente de sus niveles de productividad y de costes; y ii) como precio de un activo que refleja las expectativas de los agentes sobre el futuro de esa economía. En tanto que precios relativos, los tipos de cambio se mueven a la búsqueda de un equilibrio, de acuerdo con los fundamentos económicos; en tanto que precio de activos, los tipos de cambio pueden alejarse durante largos períodos del equilibrio eficiente. Este hecho justifica la consideración del tipo de cambio entre los objetivos de las políticas monetarias. Estos modelos suelen estar acompañados de otros supuestos, como es el referido a la capacidad de los agentes para maximizar su utilidad en un marco intertemporal, así como cierta rigidez de los precios en el corto plazo. La aplicación

de estos supuestos al ámbito aquí considerado reduce notablemente la importancia de las interdependencias macroeconómicas, limitándose también el beneficio atribuido a la coordinación de las políticas monetarias.

En todo caso, cualquiera que sea la opción doctrinal que se adopte, la presencia de externalidades asociadas a las opciones nacionales de política económica necesariamente afecta a la eficiencia del resultado agregado a escala internacional. Por ello, desde un punto de vista teórico, la solución deseable sería aquella que resultase de la aplicación por parte de cada país de las opciones propias de un planificador omnisciente (*all-knowing global planner*). En este caso, las opciones adoptadas por cada país tomarían en cuenta las externalidades a que sus decisiones dan lugar, conduciendo a resultados agregados más eficientes. La coordinación macroeconómica internacional es pertinente en la medida en que es capaz de aproximar este tipo de comportamiento.

### III. Los beneficios de la coordinación

Los beneficios de la coordinación internacional se pueden ilustrar a través del recurso a una estructura muy simple de teoría de juegos. Dos países similares, enfrentados a un shock negativo de productividad de carácter simétrico, buscarán responder a la situación a través del recurso a

una política monetaria restrictiva. A la búsqueda de su mayor bienestar, cada país intentará que su respuesta de política monetaria sea más restrictiva (ésta sería la “estrategia dominante”, en términos de teoría de juegos), al objeto de exportar la inflación y reducir las ventas externas que realiza el otro jugador. Sin embargo, lo que es una estrategia eficiente para cada uno de los implicados se convierte en un resultado agregado inconveniente para ambos (típico resultado del dilema del prisionero). El equilibrio de Nash resultante de esta doble estrategia es claramente ineficiente: ambos participantes podrían mejorar sus resultados si aplicasen, de forma concertada, una política monetaria menos severa, eludiendo la tentación de exportar la crisis al vecino.

Los planteamientos de esta tradición fueron objeto de traslación al ámbito empírico, mediante modelos sujetos a contraste empírico o, en su caso, a calibrado. Una contribución clásica a este respecto es la de Oudiz y Sachs (1984), que identifica las mejoras en el bienestar agregado derivadas de la coordinación macroeconómica. Las ganancias obtenidas se demostraron altamente dependientes del grado de integración del país en los mercados de bienes y activos: no en vano son esas transacciones las que canalizan las externalidades derivadas de la política monetaria adoptada por cada uno de los implicados. El resultado positivo de la coordinación macroeconómica resultaba, no obstante, relativamente modesto, situándose entre el 0,5 y el 1% del PIB de Estados Unidos. Para interpretar ese resulta-

do conviene ponerlo en relación con el limitado peso que tienen en el seno del PIB americano las exportaciones que ese país dirige hacia Europa (en torno al 1,6% del PIB).

Como corolario adicional de esa estimación se desprende que un incremento en los niveles de interdependencia económica, como el que se deriva del proceso de globalización de las dos últimas décadas, debiera llevar a una amplificación de los beneficios esperables de la coordinación macroeconómica. En similar línea parecen argumentar trabajos posteriores sobre esta misma materia, como los debidos a Hallet (1986), Eichengreen y Ghironi (1999), Levine y Pearlman (1997) o Mckibbin (1997).

La generalización de esa opinión será, sin embargo, cuestionada por Obstfeld y Rogoff (2001), quienes presentan un supuesto en el que la integración internacional no hace necesariamente más recomendable la coordinación. Parten Obstfeld y Rogoff (2001) de asumir la existencia de dos tipos de distorsión en la economía: una primera relacionada con la rigidez de los salarios, la otra con el potencial carácter asimétrico de los shocks tecnológicos. En el primer caso, una caída de la productividad motivará a las autoridades a actuar a través de los precios (haciendo caer los salarios reales), ante la imposibilidad de corregir los salarios nominales. Ello hará que no se produzca el efecto de exportación de la inflación, reduciendo de este modo las externalidades macroeconómicas. En el segundo caso, si el shock no es simultáneo en ambos

países, hay ventajas de mantener la autonomía relativa, de forma que cada país ofrezca de forma alternativa una suerte de aseguramiento al otro (generando una especie de *risk pooling*). De este planteamiento se derivan dos conclusiones hasta cierto punto contrarias a las derivadas de la literatura previa. La primera es que la presencia de un shock simétrico no justifica el recurso a la coordinación macroeconómica, básicamente porque ninguno de los países afectados se encontrará en condiciones de asegurar a los otros frente a los efectos del shock (no hay ventajas derivadas de un *risk pooling*). La segunda es que la integración puede hacer que descienda (y no aumente) la necesidad de coordinación, en la medida en que la existencia de un mercado más profundo y flexible puede proporcionar mejores mecanismos de ajuste.

Conviene señalar, en todo caso, que los supuestos en los que descansa el planteamiento de Obstfeld y Rogoff (2001) son marcadamente restrictivos. No sólo por el limitado propósito que se le atribuye a la coordinación, sino también por la confianza que se tiene en la capacidad de los mercados para ofrecer mecanismos automáticos de ajuste y aseguramiento. La experiencia reciente revela que, al menos en los mercados de activos, ese supuesto es excesivo: con frecuencia los mercados acentúan los efectos de la inestabilidad, alentando, además, fenómenos de contagio. Una razón para pensar que, aunque se puedan conseguir resultados eficientes sin necesidad de coordinarse, el recurso a la coordinación interna-

cional puede constituir una buena vía para rentabilizar complementariedades y evitar los efectos indeseados de decisiones ajenas no previstas.

En todo caso, conviene tener presente que una buena parte de los trabajos referidos se fundamentan en una estructura lógica notablemente simple, ya que se supone que es un juego de una única decisión, entre dos países con información completa que negocian sobre la política macroeconómica (particularmente, la política monetaria) enfrentados a un shock de carácter simétrico. Cuando se alteran estos supuestos, los resultados pueden verse modificados, como argumenta Hamada (1974, 1976, 1979 o 1985) o Canzoneri y Henderson (1991).

Hay tres complejidades que, cuando menos, debieran considerarse y que operan con distintos signos respecto a las posibilidades de coordinación. La primera alude al carácter *no necesariamente simétrico* de los shocks a los que se enfrentan los países. Es cierto que algunos de ellos tienen un carácter simétrico, afectando a todos los implicados en similar sentido (por ejemplo, la elevación de los precios del petróleo), pero también existen otros de carácter asimétrico, que afectan en sentido contrario a los países (por ejemplo, la expansión fiscal en Estados Unidos y la contracción en Europa y Japón propia de comienzos de los años ochenta), y los hay también que son específicos de un determinado país (por ejemplo, la unificación alemana), aunque generen efectos sobre

terceros. Es claro que las posibilidades de una coordinación efectiva (y los beneficios derivados) son mayores en el caso de que los shocks tengan un carácter simétrico.

La segunda complejidad surge al abandonar el supuesto de que se trata de un juego único en el tiempo. En la realidad económica es mucho más frecuente (y realista) suponer que se está ante un juego de interacciones que pueden *prolongarse a lo largo de períodos sucesivos*. En la medida en que se consideran juegos expandidos en el tiempo es más fácil encontrar equilibrios distintos a los que derivan del “dilema del prisionero”, convirtiendo la cooperación en una respuesta más probable. El solo hecho de que el juego se repita altera los incentivos a los que se enfrentan los países, apareciendo el criterio de reputación como un factor relevante (Canzoneri y Henderson, 1991).

Por último, es necesario considerar que vivimos en un *mundo incierto*. El acercamiento a la realidad comporta el abandono del supuesto de información completa y la admisión, a cambio, de una inextinguible incertidumbre, que se expresa como desconocimiento por parte de los decisores del modo de comportarse la economía, como imprecisión acerca de la naturaleza del shock al que se enfrentan, de carencias de información relevante o como dudas sobre los supuestos que condicionan la conducta. En caso de admitir incertidumbre los resultados de la coordinación son más ambiguos, pudiendo incrementarse las ventajas

(Ghosh y Masson, 1994) o transformarse éstas en desventajas (Frankel y Rockett, 1988).

En suma, cuando los supuestos se hacen más complejos, los resultados de la acción coordinada en materia macroeconómica pueden ser diversos. Incluso puede darse el caso de la así llamada “coordinación contraproducente”, a la que aludieron tempranamente Rogoff (1985) u Oudiz y Sachs (1985). En estos casos se asume que los participantes en juego son incapaces de hacer creíbles todos los compromisos necesarios para alcanzar un equilibrio eficiente, pero algunos participantes pueden comprometerse conjuntamente para jugar Nash frente a otros. En este caso la coordinación puede dar lugar a resultados peores que los tomados autónomamente por cada uno de los implicados. No son claras, sin embargo, las razones que explican en estos casos que el compromiso del grupo sea creíble y no lo sea, sin embargo, el acuerdo general.

#### **IV. Experiencias previas de coordinación: breve crónica**

La historia reciente ofrece algunos ejemplos ilustrativos de coordinación macroeconómica internacional. Pese a que la vigencia de estos ensayos fue más bien episódica, sus resultados tienden a avalar las ventajas atribuidas a la coordinación, en término de eficacia en el logro de los objetivos propuestos. Echar una fugaz mirada a la historia puede ser, por tanto, útil.

Pues bien, previamente a los años setenta había poco motivo para alentar la cooperación macroeconómica internacional. La pervivencia de controles a los movimientos de capital constituía un factor de relativo aislamiento de las economías respecto al entorno, reduciendo el alcance de las externalidades transfronterizas derivadas de las decisiones macroeconómicas. Al tiempo, la adopción de un tipo de cambio fijo respecto al dólar norteamericano comportaba una obligada disciplina de política económica, sin necesidad de acuerdo expreso de coordinación alguno. Cabría decir que la naturaleza del sistema monetario internacional comportaba, de forma implícita, una cierta coordinación tácita de las respectivas políticas macroeconómicas. La labor del FMI consistía en la vigilancia y apoyo al mantenimiento de esa disciplina.

Los problemas de coordinación emergen, sin embargo, cuando el sistema de Bretton Woods entra en crisis. Puede considerarse como una primera apelación a la coordinación macroeconómica internacional el llamamiento que Estados Unidos realiza a Japón y a los principales países europeos, a finales de los años sesenta, para preservar la paridad entre el dólar y el oro. El acuerdo fue efectivo a medias, ya que si bien consiguió atenuar el desajuste, no logró impedir el abandono de la convertibilidad en oro de la moneda norteamericana.

La quiebra de Bretton Woods, a comienzos de los setenta, puso fin al mecanismo de coor-

dinación tácita que ese sistema monetario comportaba. Rota la disciplina, cada país intenta afrontar la crisis de los años setenta y las sucesivas escaladas de los precios del petróleo, en un entorno de libre flotación de las monedas. En esas circunstancias, en marzo de 1973, el secretario del Tesoro norteamericano, George Schultz, invitó a los ministros de Economía de la República Federal de Alemania, Francia y Reino Unido a una reunión informal en la biblioteca de la Casa Blanca, en Washington, para coordinar el tránsito hacia un sistema de flotación cambiaria. Nació así el *Library Group*, al que se integró el ministro de Economía de Japón.

Estas reuniones informales pronto se convirtieron en cumbres anuales, a las que se convocaron a los jefes de gobierno, dando origen al G-5. En 1975, en la reunión de Rambouillet, Italia fue invitada a formar parte del grupo; un año más tarde, en la cumbre de Puerto Rico, se incorpora Canadá; y, finalmente, en 1977, se invita a las sesiones al presidente de la Comisión Europea. Más allá de esta ampliación, el proceso de diálogo básico (reservado a las reuniones ministeriales) se mantuvo en el seno del originario G-5.

Los problemas que dominaron las conversaciones se relacionaron con las tensiones inflacionistas de la época, alimentadas por la subida de los precios del petróleo, y con los desequilibrios subsiguientes en las balanzas de pagos. Había el peligro de que cada país

pretendiese expulsar la inflación y contener las exportaciones de los vecinos a través del recurso a respuestas (fiscales y monetarias) más contractivas que las del entorno: evitar esa reacción constituye un clásico ejemplo de los beneficios que cabe derivar de la coordinación.

En 1980 accede a la presidencia de Estados Unidos Ronald Reagan e introduce una marcada inflexión en la política económica norteamericana, que tendrá efectos sobre el sistema internacional. El nuevo programa combina una estricta política monetaria y una expansiva política fiscal, estimulada por las reducciones fiscales y los incrementos del gasto (asociados, entre otras cosas, a la inversión en materia de seguridad estratégica). La consecuencia de esta combinación de políticas fue una intensa subida de los tipos de interés y una marcada tendencia apreciatoria del dólar frente al resto de las monedas de la OCDE y, muy particularmente, frente al yen japonés. Todo ello no hizo sino acentuar el déficit corriente de la economía norteamericana. Hasta el punto de que, en 1984, Estados Unidos se convierte, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial, en deudor neto frente al resto del mundo. Pese a ello, en un primer momento, ni Reagan ni Margaret Thatcher, entonces primera ministra británica, parecían proclives a alentar la coordinación macroeconómica internacional de forma expresa.

Este inicial clima refractario ante la coordinación se rompe en 1985, cuando James Baker

accede a la Secretaría del Tesoro norteamericana. Obligado por las circunstancias, Baker decide abandonar la pasividad frente a los mercados cambiarios, para buscar un alineamiento de los tipos de cambio que ayudase a atenuar el desequilibrio exterior de la economía norteamericana. Fruto de esos esfuerzos es el acuerdo alcanzado en el hotel Plaza de Nueva York, en septiembre de 1985, por los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales de las cinco economías convocadas por Baker. Es el primer pronunciamiento público del G-5, en el que se expresa la voluntad de los implicados en propiciar una "apreciación ordenada de las principales monedas frente al dólar". Se trata del exponente mejor conocido de la coordinación macroeconómica internacional. A este acuerdo sucedió, año y medio después, en febrero de 1987, el acuerdo del Louvre, en el que se pretendió corregir la tendencia depreciatoria del dólar. A partir de este momento, en especial durante el bienio 1988-1989, se producen sucesivas intervenciones coordinadas para hacer frente a la volatilidad cambiaria.

En 1991 el club se vio ampliado con la invitación que se le formula a Rusia para participar en las reuniones. A lo largo de esta década de los noventa se mantuvo, algo atenuada, la dinámica de reuniones del G-7 (o G-8), con una agenda centrada inicialmente en la corrección de los desequilibrios fiscales, especialmente en Estados Unidos, y en la necesidad de impulsar reformas estructurales en Europa y en Japón

para impulsar el empleo y la inversión. En general, los acuerdos adoptados en este marco fueron vagos, tomando la forma de llamamientos genéricos, más que de compromisos específicos de política económica. Al tiempo, se le otorgó al FMI, a partir de finales de los ochenta, una mayor capacidad para desplegar sus actividades de vigilancia de las políticas macroeconómicas, alentando la preparación de informes al respecto.

Las actividades de coordinación se acentuaron en momentos precisos, especialmente cuando se registraron tensiones en los mercados cambiarios o crisis financieras que demandaban un respaldo financiero colegiado. Así, por ejemplo, las actividades de coordinación se acentuaron en 1994-1995 para evitar la apreciación excesiva del yen y, en menor medida, del marco; y de una forma más bilateral, entre Estados Unidos y Japón, para evitar la depreciación del yen, en 1998. Además, el recurso a cierto grado de coordinación fue obligado para respaldar el esfuerzo financiero con motivo de la primera guerra del Golfo, para confeccionar el paquete de rescate en el caso de la crisis mexicana –el llamado *tequila*– de 1994-1995 o para financiar las medidas de apoyo a los países afectados por la crisis asiática de 1997-1998.

Mientras tanto, a lo largo de este período, los países de la UE avanzaron rápidamente en los procesos de coordinación de las políticas macroeconómicas alentados por la creación del

Sistema Monetario Europeo, primero, y de la Unión Monetaria, después. El Tratado de Maastricht, suscrito en 1991, supuso un paso adelante importante en las tareas de coordinación macroeconómica, al fijar parámetros a los que los países se comprometían para acceder a la Unión Monetaria. Y, en igual medida, constituye un avance en este campo el contenido y alcance de los Pactos de Estabilidad y Crecimiento que asumieron los países miembros de la UME, que fijaba un código de conducta obligado en materia de política macroeconómica. Al tiempo, se fue asentando una cultura de recurrente diálogo, intercambio de información y generación de consensos entre los responsables económicos en el seno del ECOFIN y al interior del Consejo que se crea para los países de la eurozona. La constitución del Banco Central Europeo constituyó el último paso en este proceso. No obstante, la coordinación macroeconómica en el caso de la UE es singular, dado que conforma una (imperfecta) Unión Económica y Monetaria y dispone de resortes institucionales para dar seguimiento a lo acordado.

Durante los años más recientes, ya en el nuevo siglo, se siguieron produciendo las reuniones del G-7 (o G-8), pero sin que apenas se dedicase atención a los problemas de coordinación macroeconómica. Ni Estados Unidos, bajo la Administración Bush, ni Japón parecían proclives a someter a debate internacional los temas relativos a su política económica. No

obstante, el G-7 (o G-8) se implicó, aunque con éxito desigual, en otros temas de relevancia para la gobernanza internacional, que también requerían de la coordinación internacional, como la creación del *Financial Stability Forum*, con motivo de la crisis del Sudeste asiático o la constitución del G-20 como grupo más amplio de coordinación internacional. Como es bien sabido, será en este grupo donde se sitúe el debate y tratamiento coordinado de la presente crisis. Al menos así se desprende de la propia declaración del G-20 en su reunión de Pittsburgh, cuando se autodefine como “el foro prioritario para nuestra cooperación económica a nivel internacional”.

Haciendo balance de este recorrido, forzosamente abreviado, cabe extraer tres conclusiones de interés:

- En primer lugar, una buena parte de la atención en materia de coordinación internacional ha tenido como propósito más visible operar sobre los tipos de cambio, para evitar desequilibrios de balanza de pagos insostenibles. Quizá no sea sorprendente que el signo cambiario haya sido el objetivo preferido de las experiencias de coordinación internacional, habida cuenta que se trata de uno de los canales más relevantes a través de los que se transmiten las externalidades transfronterizas macroeconómicas y que aporta información sobre la orientación de

otras políticas domésticas. En este ámbito la coordinación internacional fue, en ocasiones, aceptablemente eficaz.

- En segundo lugar, no es clara la cuota de responsabilidad que ha de atribuirse a la coordinación internacional en la puesta en marcha de decisiones de política económica a lo largo del período. Existe la sospecha de que buena parte de las decisiones aprobadas se hubiesen tomado de igual modo, ya que eran reclamadas en el seno de los países afectados. Para que el juicio no sea tan negativo, esta misma idea se podría reformular del siguiente modo: no existe constancia de que los países líderes adoptasen una decisión derivada de su actividad de coordinación internacional que no contase con el respaldo previo de sectores sociales significativos en el seno de su país. Un juicio que ayuda a relativizar el alcance de la actividad de coordinación internacional.
- Finalmente, aunque se habla de coordinación internacional, lo cierto es que la atención hacia los beneficios de la coordinación macroeconómica se ha centrado en los obtenidos por la tríada dominante (EE UU, UE y Japón). Dado el peso de estas economías en el concierto internacional, semejante sesgo parece justificado, pero los efectos de la coordinación

trascienden ese limitado espacio. Parte de los países en desarrollo, especialmente con mercados emergentes, son potenciales beneficiarios de una eficaz coordinación macroeconómica internacional y están llamados –como bien revela la presente crisis– a ser crecientes protagonistas de esa misma coordinación.

## V. Circunstancias para la coordinación

La experiencia internacional revela que la coordinación macroeconómica se hace especialmente relevante en ciertas circunstancias que conviene considerar. Se trata de casos en los que la concertación internacional bien ayuda a potenciar la eficacia de la política nacional o bien permite a los decisores acceder a mejores políticas (en términos de bienestar agregado). Cuatro son los casos en los que estas situaciones se hacen más evidentes (Carton y Montagne, 2007): i) en el seno de una unión monetaria, para garantizar la disciplina presupuestaria de los miembros; ii) ante una situación de crisis de liquidez; iii) cuando los tipos de cambios se encuentran desalineados y abiertamente alejados de sus valores de equilibrio; iv) cuando se da una situación de desequilibrios agudos de balanza de pagos en el seno de una región o entre regiones. Veamos estos casos.

### a) Unión Monetaria

No forma parte obligada de los requisitos de una *Unión Monetaria* la existencia de una uniformidad entre las políticas fiscales de sus miembros. Es más, como es posible que éstos se enfrenten a shocks asimétricos, puede ser hasta obligado que dispongan de márgenes para el despliegue de políticas fiscales de tonos diferenciados. No obstante, la autonomía no puede ser total sin riesgo para la sostenibilidad de la Unión Monetaria. En primer lugar, porque de lo contrario cada país podría actuar de manera oportunista, adoptando decisiones nacionalmente ventajosas a costa de exportar los costes al resto de los países socios. Por ejemplo, si la política monetaria se fija de acuerdo a objetivos inflacionarios promedio del área, un país podría beneficiarse de unos tipos de interés reales inferiores a través de una política inflacionaria, generando en sus vecinos el coste de unos más elevados tipos de interés reales. En segundo lugar, si no existe una cierta coordinación es posible que un Estado se endeude hasta la insolvencia, confiando en el necesario respaldo que le ofrecerá la moneda común. El caso bien reciente de Grecia ilustra los problemas que comporta enfrentar este tipo de situaciones.

Para evitar esto es por lo que la UME estableció el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el que se fija un máximo de déficit público (equivalente al 3% del PIB) y un umbral máximo de deuda (que está situado en el 60% del

PIB). De esta forma se pretendía garantizar la adecuada senda de las finanzas públicas de los países miembros. Además, estos acuerdos se acompañaban de la obligada presentación por parte de cada país miembro de su propio programa, que debía ser analizado por la Comisión y aprobado por el Consejo de Ministros de Economía de la Unión.

La crisis obligará a revisar la pertinencia de alguna de estas exigencias. De hecho, ya antes de la crisis algunos países habían incumplido, y la superación de los límites previstos se hizo generalizada tras los masivos paquetes fiscales frente a la crisis. No obstante, más allá de las revisiones que se produzcan en la fijación y seguimiento de los parámetros, todo hace pensar que la crisis conducirá a una reafirmación de la disciplina colectiva como único modo de hacer viable la Unión Monetaria.

### **b) Crisis de liquidez**

Un segundo caso en el que la coordinación macroeconómica se hace obligada es cuando se produce una crisis de liquidez. Como es sabido, una crisis de liquidez sucede cuando agentes carentes de liquidez generan una reacción en cadena que amplifica el número de los que se consideran con menor disponibilidad de activos líquidos de los deseables. La forma de contener este proceso es disponer de una institución que actúe como prestamista de último recurso, aportando liquidez al siste-

ma a través de aquellos agentes que son solventes (aunque carentes de liquidez) y conteniendo el efecto en cascada y su conversión en pánico financiero.

En principio, este tipo de tareas podría asignarse a una institución con capacidad para movilizar recursos con respaldo internacional. Tal es lo que se demanda de un renovado FMI. No obstante, ese efecto se puede fortalecer (y, en algunos casos, hasta sustituir) a través de una actuación coordinada de un grupo de importantes bancos centrales, anunciando de forma concertada su disposición a proveer liquidez al sistema. Cuando los mercados están altamente integrados, como es el caso, los beneficios que se derivan de este tipo de actuaciones coordinadas pueden ser muy elevados.

Un caso concreto de este tipo de intervenciones se produjo con motivo del atentado terrorista de 11 de septiembre, cuando los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Canadá anunciaron su disposición a inyectar aquellos recursos líquidos que se requiriesen. Esta decisión fue acompañada de un acuerdo de un *swap* de divisas entre la Fed y el BCE para proveer liquidez en ambas monedas; y por una rebaja simultánea de los tipos básicos de los tres bancos y del Banco de Japón. Como es sabido, también se operó de este modo frente a la eclosión de la crisis, en los días 17 y 18 de septiembre de 2008, tratando de evitar que se alentase el pánico financiero.

### c) Desajuste en los tipos de cambios

Un tercer caso en el que la coordinación macroeconómica internacional parece especialmente deseable es cuando se produce un inadecuado alineamiento de los tipos de cambio. La actuación de las autoridades monetarias en los mercados cambiarios para alterar el valor de la moneda puede tener efectos sobre el resto de las divisas. En primer lugar, porque en ciertos casos puede dar origen a un efecto de cartera, al alterar la demanda de activos nominados en cada divisa; y, en segundo lugar, porque emite una señal a los operadores acerca del sentido de la política monetaria del gobierno. No obstante, la acción discrecional del gobierno tiene limitaciones, pudiendo dar lugar a sobre-reacciones en los mercados a través de ataques especulativos. Evitar estas reacciones es una de las tareas potencialmente encomendadas a la coordinación internacional.

Aunque en principio la corrección de los desajustes en los tipos de cambio se podría hacer de forma autónoma, los estudios revelan las ventajas que tienen las respuestas multilaterales en la promoción de un realineamiento de paridades (Sarno y Taylor, 2001). La propia experiencia internacional lo confirma. Es el caso, por ejemplo, de las intervenciones coordinadas en los mercados cambiarios producidas a lo largo de septiembre de 2000, para situar a la moneda europea en un entorno más cercano a los fundamentos

económicos en su relación con el dólar y con el yen.

### d) Los desequilibrios de la balanza de pagos

En un mundo crecientemente abierto, la balanza de pagos se considera un resultado derivado de otro tipo de objetivos de política económica. No obstante, en ciertas circunstancias el propio equilibrio de la balanza de pagos adquiere relevancia como objetivo de política económica. Tal sucede, por ejemplo: i) cuando el nivel alcanzado por los desequilibrios exteriores sobrepasa los límites de la sostenibilidad; ii) cuando los déficits son síntomas de otros desequilibrios profundos que requieren corrección; o iii) cuando se supone que los costes de un proceso de ajuste no ordenado pueden ser elevados. En casos como éstos puede que los gobiernos se propongan objetivos expresos relacionados con el equilibrio externo.

Alcanzar ese equilibrio es tarea preferente del país afectado, sin que necesariamente se requiera coordinación internacional. No obstante, esta última se hace precisa cuando los desequilibrios afectan a más de un área económica. En este caso, ambas partes afectadas pueden estar interesadas en promover un cambio gradual (y no abrupto) para restaurar el equilibrio. Éste fue el objetivo, por ejemplo, de los acuerdos del Plaza y del Louvre, que ya fueron comentados.

La realidad internacional más reciente nos pone ante la evidencia de otro caso de coordinación deseable en este ámbito: los llamados desequilibrios globales. A su consideración dedicaremos el siguiente epígrafe.

## VI. Los desequilibrios globales y la coordinación internacional

Como es sabido, tras la crisis de 2001, la economía de Estados Unidos entró en una deriva de acentuados desequilibrios fiscales y corrientes, fruto del limitado ahorro (y exceso de gasto)

de familias y Estado. Era bajo el ahorro de las familias, como consecuencia de una política monetaria que mantenía artificialmente bajos los tipos de interés real, estimulando el consumo y favoreciendo la progresión de la burbuja inmobiliaria. A su vez, el Estado desde el año 2000 dejó deslizar las cuentas públicas por la senda del déficit, que llega al 4% del PIB en 2004 y, tras una leve corrección, vuelven a escalar al 6% en 2008. En el ámbito exterior, estos desajustes entre ahorro e inversión se traducen en un déficit corriente agigantado, que alcanza su máximo en 2006, con un desequilibrio de algo más de 800.000 millones de dólares (en

Cuadro 1

Saldos de cuenta corriente  
(miles de millones de dólares)

|                                   | 1998          | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009*         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>P. desarrollados</b>           | <b>18,5</b>   | <b>-114,8</b> | <b>-263,3</b> | <b>-207,7</b> | <b>-219,0</b> | <b>-220,1</b> | <b>-213,8</b> | <b>-394,0</b> | <b>-454,5</b> | <b>-389,6</b> | <b>-465,0</b> | <b>-371,3</b> |
| EE UU                             | -213,5        | -299,8        | -417,4        | -384,7        | -461,3        | -523,4        | -625,0        | -729,0        | -788,1        | -731,2        | -673,3        | -392,0        |
| Área euro                         | 49,1          | 23,2          | -35,1         | 6,6           | 47,8          | 43,0          | 117,0         | 40,9          | 31,5          | 20,4          | -95,5         | -133,8        |
| Japón                             | 119,1         | 114,5         | 119,6         | 87,8          | 112,6         | 136,2         | 172,1         | 165,7         | 170,4         | 211,0         | 157,1         | 76,4          |
| Otros                             | 63,8          | 47,4          | 69,6          | 82,6          | 81,9          | 124,1         | 122,2         | 128,3         | 131,6         | 110,2         | 146,7         | 79,3          |
| <b>Emergentes y en desarrollo</b> | <b>-113,4</b> | <b>-24,0</b>  | <b>86,9</b>   | <b>46,6</b>   | <b>83,2</b>   | <b>151,3</b>  | <b>226,1</b>  | <b>447,8</b>  | <b>630,6</b>  | <b>633,4</b>  | <b>714,4</b>  | <b>262,4</b>  |
| África                            | -19,4         | -15,0         | 8,3           | 0,9           | -8,6          | -4,5          | 2,8           | 15,8          | 34,0          | 10,7          | 12,2          | -72,7         |
| E. Central                        | -19,4         | -26,5         | -31,3         | -10,4         | -16,9         | -29,0         | -48,6         | -54,7         | -82,5         | -122,1        | -142,2        | -59,4         |
| CEI                               | -7,4          | 23,7          | 48,3          | 33,1          | 30,2          | 35,9          | 63,8          | 87,5          | 96,2          | 70,9          | 108,7         | 0,6           |
| Asia                              | 49,5          | 38,3          | 38,5          | 36,7          | 64,8          | 82,6          | 89,2          | 162,3         | 282,4         | 406,5         | 422,4         | 481,3         |
| Oriente Medio                     | -26,1         | 12,1          | 71,5          | 40,1          | 29,9          | 57,5          | 97,1          | 201,3         | 252,9         | 254,1         | 341,6         | -10,2         |
| América Latina                    | -90,6         | -56,6         | -48,3         | -53,9         | -16,0         | 9,3           | 22,1          | 35,5          | 47,7          | 13,4          | -28,3         | -77,3         |

\* Previsiones  
Fuente: FMI.

torno al 6% del PIB) (cuadro 1). Tras ese año el déficit remitió algo, aunque se mantuvo en niveles elevados incluso después del inicio de la presente crisis. Como consecuencia de ese proceso, la economía norteamericana se ha convertido en la principal deudora del mundo.

Es relevante señalar que aunque en la financiación de este déficit participaron algunas economías desarrolladas (como Japón), es a los países en desarrollo a los que corresponde la mayor contribución. Exceptuando el caso de los países de Europa Central y Oriental, que arrojan un déficit de su cuenta corriente, el resto de las regiones del mundo en desarrollo han venido cerrando sus cuentas externas con superávit. De forma más precisa, la financiación del déficit norteamericano provino, en primer lugar, de las economías de Oriente Medio, que disfrutaron de una acumulación excepcional de rentas derivada del alza de los precios del crudo. En este grupo cabría incluir también países productores de *commodities* –algunos de América Latina–, que en igual medida se beneficiaron de los elevados precios de sus exportaciones de minerales y productos alimenticios en los mercados internacionales. El segundo grupo de economías financiadoras está conformado por aquellas excedentarias, fundamentalmente de Asia, que lograron mantener saldos supervitarios en virtud del extraordinario dinamismo de su exportación de manufacturas. En este grupo se sitúa, de manera muy destacada, China.

Pese a la magnitud que ha llegado a alcanzar, la economía norteamericana no tuvo dificultades para financiar su desequilibrio exterior. Es una de las ventajas que deriva de su condición (casi monopólica) de proveedor de activos de reserva al sistema internacional. Esa condición le permitió a Estados Unidos dilatar el ajuste, incluso aunque la tendencia en curso se demostrase como insostenible. El proceso se vio favorecido, además, por la política seguida por diversos países, especialmente asiáticos, de acumular reservas en magnitud notable, como vía subóptima de aseguramiento frente a las crisis. Por ejemplo, al término de 2008, China había acumulado unas reservas algo superiores a los 2 billones de dólares (cuadro 2); y para el conjunto del mundo en desarrollo las reservas se quintuplicaron entre 2001 y 2008, alcanzando al final de ese período los 4,4 billones de dólares. Buena parte de estas reservas se invirtieron en activos norteamericanos de alta liquidez y limitado riesgo. Como es obvio, semejante proceder comporta costes para los países afectados, no sólo por la rentabilidad potencial perdida, caso de haberse invertido esos ahorros en activos alternativos, sino también por las políticas de esterilización a que obliga la acumulación de reservas, con efectos distorsionadores no sólo en el ámbito asignativo (al afectar la relación entre los sectores exportador y sustitutivo de la importación), sino también en el sistema financiero doméstico.

¿Por qué lo hicieron entonces? Dos parecen ser las motivaciones principales: en primer lugar, el deseo de disponer de mecanismos cautelares frente a los potenciales riesgos de crisis, dotando a las economías de financiación autónoma para resistir las tendencias adversas de los mercados; y, en segundo lugar, para evitar que los superávits externos acumulados por esos países dañaran la competitividad de sus economías, alimentando una tendencia apreciatoria de su tipo de cambio. Visto su comportamiento durante la crisis, no cabe sino concluir que la política adoptada fue aceptablemente exitosa en ambos propósitos.

La acumulación de pasivos externos no se tradujo, como sería de esperar, en una pesada carga para la economía norteamericana. En ello influyó el positivo diferencial de rentabilidades que aquella economía ha derivado de su posición neta respecto al exterior. Como se señaló anteriormente, el endeudamiento norteamericano se materializó preferentemente en títulos de bajo riesgo y muy limitada rentabilidad adquiridos por las economías asiáticas (y otras en desarrollo) para nutrir sus reservas y, al contrario, el uso que de ese ahorro hizo la economía norteamericana se tradujo en activos de mayor riesgo, proporcionando a la economía norteamericana rentabilidades superiores.

Cuadro 2

Reservas internacionales de las regiones del mundo en desarrollo  
(miles de millones de dólares)

|                                   | 2000       | 2001       | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008           |
|-----------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Asia                              | 321        | 379        | 496          | 670          | 934          | 1.155        | 1.489        | 2.128        | 2.745,6        |
| China                             | 169        | 216        | 292          | 409          | 615          | 822          | 1.069        | 1.531        | 2.145,5        |
| India                             | 38         | 46         | 68           | 99           | 127          | 132          | 171          | 267          | 271,7          |
| África                            | 54         | 64         | 72           | 90           | 126          | 160          | 221          | 289          | 342,8          |
| Europa Central y del Este         | 91         | 73         | 89           | 110          | 129          | 158          | 196          | 249          | 258,6          |
| CEI                               | 33         | 44         | 58           | 92           | 149          | 214          | 357          | 548          | 514,8          |
| Rusia                             | 25         | 33         | 45           | 74           | 122          | 176          | 296          | 447          | 421,3          |
| Oriente Medio                     | 146        | 158        | 164          | 198          | 247          | 351          | 477          | 670          | 823,7          |
| América Latina                    | 158        | 159        | 161          | 196          | 221          | 255          | 310          | 445          | 494,9          |
| México                            | 35         | 45         | 51           | 59           | 64           | 74           | 76           | 87           | 94,5           |
| Brasil                            | 31         | 36         | 38           | 49           | 53           | 54           | 86           | 180          | 192,9          |
| <b>Emergentes y en desarrollo</b> | <b>801</b> | <b>877</b> | <b>1.040</b> | <b>1.356</b> | <b>1.805</b> | <b>2.294</b> | <b>3.050</b> | <b>4.329</b> | <b>5.179,0</b> |

Fuente: FMI.

El proceso recuerda a épocas anteriores de la economía mundial, cuando estaba en plena vigencia el sistema de Bretton Woods. Como señala Eichengreen (2006): “Hoy, como hace cuarenta años, el sistema internacional está compuesto por un centro y una periferia. El centro tiene el exorbitante privilegio de emitir divisas empleadas como reserva internacional y tiene tendencia a vivir más allá de sus posibilidades. La periferia, a la que le resta un trecho por alcanzar al centro, está comprometida en un crecimiento exportador basado en el mantenimiento de un tipo de cambio infravalorado; de lo cual se deriva como corolario la masiva acumulación de reservas internacionales en activos de bajo rendimiento, nominados en la moneda del país del centro. En los años sesenta, el centro era Estados Unidos, y la periferia, Europa y Japón, (...). Ahora, con la expansión de la globalización, hay una nueva periferia, los mercados emergentes de Asia, pero el mismo viejo centro, los Estados Unidos, con la misma tendencia a vivir más allá de sus medios”.

Visto en conjunto, por tanto, durante la última década los países en desarrollo (particularmente, las economías emergentes) han sido importantes receptores de capital procedente del exterior y, a la vez, financiadores destacados de las economías desarrolladas. Una función, esta segunda, a la que también contribuyó la acción inversora de los llamados “fondos soberanos”; es decir, fondos de inver-

sión nutridos con los excedentes de balanza de pagos (saldo de cuenta corriente e inversión neta privada) que operan bajo el control de los respectivos gobiernos (Alberola y Serena, 2008). Obsérvese, por tanto, que en este flujo de doble sentido se trasmuta la naturaleza de los capitales objeto de transacción por parte de los mercados emergentes: mientras los recibidos son de naturaleza predominantemente privada, los emitidos son controlados en buena medida por instituciones públicas.

Así pues, los desequilibrios globales fueron el resultado de un interés compartido de los países implicados. De Estados Unidos, por una parte, ya que a través de esta vía se le permitió financiar a bajos costes los desequilibrios derivados de un exceso de gasto, alejando el estallido de la burbuja inmobiliaria; de los países emergentes (especialmente China), en segundo lugar, que buscaron mejorar su seguridad financiera y preservar su capacidad de generación de excedentes comerciales; y acaso también de Europa y Japón, que eludieron acometer las reformas estructurales que hubiese requerido su activa implicación en el dinamismo económico mundial (Dunaway, 2009). No obstante, este comportamiento mutuamente interesado mantuvo en tensión a la economía internacional, alentando la amplificación de los excedentes de liquidez en los mercados internacionales que están en la base de la presente crisis.

Como resultado de este proceso el equilibrio global se asienta en una mutua e inestable dependencia entre China y Estados Unidos, “el productor y el consumidor, el acreedor y el deudor. Una nación que gasta más de lo que produce y tiene que pedir prestado para comprar y la otra nación que produce más de lo que gasta y tiene que prestar la diferencia a los compradores para mantener la producción en marcha” (Cohen y De Long, 2010). La necesidad que uno tiene del otro es equivalente al miedo que le suscita sus posibles reacciones inesperadas. El equilibrio del terror basado en la disuasión armamentista que dominó el sistema internacional durante la “guerra fría” se ha transformado en un equilibrio igualmente precario basado en la disuasión financiera.

## VII. Requisitos para la coordinación

Como reconoce Dunaway (2009) en su informe al *Council on Foreign Relations* de Estados Unidos, “los desequilibrios globales, entendidos como desajustes entre ahorro e inversión en las mayores economías del mundo, reflejados en grandes y crecientes desequilibrios de balanza corriente, jugaron en verdad un papel principal en la creación de la presente crisis”. ¿Por qué no se trataron de corregir? Responder a este interrogante arroja luz sobre alguna de las

condiciones que son requeridas para promover la cooperación macroeconómica en el ámbito internacional.

Pues bien, una primera razón tiene que ver con la *ausencia de una interpretación compartida* acerca de las causas y consecuencias de esos desequilibrios. Sin la existencia previa de un cierto *consenso cognitivo* es difícil que la coordinación se produzca. En momentos anteriores a la crisis se estaban ofreciendo interpretaciones muy dispares de la anómala perdurabilidad de los desequilibrios globales. Merece la pena recordar algunas de las interpretaciones entonces ofrecidas.

- En primer lugar, se aludió a la *globalización financiera* como principal factor explicativo de la enigmática sostenibilidad de los desequilibrios. Era la profundidad, la eficiencia y el nivel de integración de los mercados de capital lo que facilitaba la financiación de un déficit de la dimensión del norteamericano: en este factor insistió Alan Greenspan (2004) de forma reiterada. Visto en perspectiva, se trata de un factor que necesariamente debe considerarse, pero tal vez sea excesivo suponer que la globalización financiera haya logrado anular la restricción que a toda economía impone su requerida solvencia intertemporal. Lo que necesariamente obliga, también a Estados Unidos, a una inaplazable corrección de los desajustes en el medio plazo.

- En segundo lugar, se sugirió que el déficit era resultado de la existencia de *exceso de ahorro* en la economía internacional: un ahorro que buscaba para su colocación la economía más productiva y segura del mundo (Bernanke, 2005, y Lane y Milesi-Ferretti, 2006). Desde esta interpretación, sería absurdo que se tratase de frenar la voluntad de los inversores de situar sus ahorros allí donde mayores rendimientos (netos de riesgo) se les ofrecen. También esta interpretación apunta a un hecho cierto, pero para que diese cabal respuesta a la situación internacional debería explicar, cuando menos: i) la estabilidad de la tasa de ahorro a escala internacional, que es poco compatible con una imagen de repentino exceso de ahorro; y ii) que los excedentes financieros se desplazasen preferentemente hacia activos de muy reducida rentabilidad, lo que sugiere que era la seguridad, más que la rentabilidad, lo que se estaba buscando.
- En tercer lugar, se aludió a la *dispar dinámica demográfica* de las regiones para explicar el ciclo del consumo y del ahorro (Bryant, 2004, y Poterba, 2004). Al igual que en el seno de las familias, se supone que los países generan ahorro neto cuando domina en su población las cohortes que están en sus tramos medios de vida; y padecen des-ahorro cuando dominan las de edades post-productivas. Así pues, se producirá un flujo de ahorro a escala internacional desde las regiones con demografías más jóvenes hacia aquellas con poblaciones más maduras. Aunque se trata de una explicación ingeniosa, la construcción argumental se enfrenta al hecho de que China no es precisamente un país de demografía joven en relación con Estados Unidos.
- En cuarto lugar, se mencionó la *caída de la tasa de inversión* como principal factor responsable de los desequilibrios detectados (Terrones y Cardarelli, 2005). El hecho de que una parte de las economías asiáticas excedentarias hubiesen experimentado una caída en su tasa de inversión podría avalar esta interpretación. De forma más general, se suponía que el tránsito de unas economías de base material a otra que fundamenta su progreso en intangibles, como el conocimiento y la tecnología, puede inducir este comportamiento, menos necesitados de grandes iniciativas inversoras. De nuevo, aunque puedan admitirse sus aciertos parciales, semejante interpretación requiere de razones ulteriores para explicar por qué Estados Unidos, precisamente la economía más asentada en conocimiento, atrae la capacidad inversora no realizada en otras regiones del mundo.

- Por último, se argumentó la *heterogeneidad estructural de los sistemas financieros nacionales*, en un contexto de elevada integración internacional, como explicación de la concentración del ahorro internacional sobre Estados Unidos (Mendoza *et al.*, 2006). Los países con sistemas financieros más avanzados tienden a acumular pasivos externos frente a aquellos que disponen de sistemas financieros menos evolucionados, en gran medida, porque son los primeros los que tienen mayor capacidad para invertir en activos financieros con riesgo. Dado que es Estados Unidos el sistema financiero más desarrollado del mundo, el que tiene mayor profundidad y diversidad de activos y el que revela una mayor eficiencia, parece razonable que atraiga los ahorros a la búsqueda de mayores oportunidades de inversión. En el otro extremo se encuentran aquellas economías en desarrollo que son capaces de generar ahorro, pero que muestran una menor capacidad para asignarlo de una forma eficiente.

Es claro que de las interpretaciones mencionadas se extraen no sólo juicios diversos acerca de la gravedad de los desequilibrios, sino también acerca de la necesidad de corregirlos y de las terapias que para ello debieran aplicarse. En un marco de tan débil consenso es difícil asentar la coordinación. Como en otros problemas de acción colectiva, la visión com-

partida acerca de la severidad de los costes de la inacción constituye un condicionante previo a la respuesta cooperativa. En este caso ese factor era muy frágil.

El segundo problema tiene que ver con la *ausencia de liderazgo*. La puesta en marcha de una acción cooperativa, en la que el reclutamiento no se basa en la coacción, requiere de un liderazgo claro por parte de países de peso en el concierto internacional. No obstante, ni Estados Unidos estaba interesado en poner en marcha una acción correctora sobre los desequilibrios globales internacionalmente acordada, ni China parecía interesada en corregir su extraordinaria capacidad para generar excedentes a partir de un tipo de cambio artificialmente depreciado. Por su parte, tanto Europa como Japón parecieron más preocupados por sus problemas domésticos que por imponer una cierta conducta correctora sobre los desequilibrios detectados. Así pues, fruto de esta complicidad en la inacción, los desequilibrios se fueron agigantando con el tiempo.

Por último, se careció también de un *marco institucional* en el que estos temas pudieran tratarse con ciertas garantías de posterior cumplimiento de lo acordado. El problema es doble: i) las instituciones que hasta muy recientemente aparecían como más operativas (como el G-7) no acogían a aquellos países (como China) que debieran ser parte del acuerdo; ii) esas instituciones, además, eran informales, por lo que su capacidad de exigencia de cumplimiento de lo

acordado (*enforcement*) era muy limitada. La aparición del G-20 supone un avance indudable respecto a las fórmulas pasadas en términos de representatividad. No obstante, sigue siendo una instancia informal de coordinación, que carece de sistemas establecidos de representación y de funcionamiento.

Estos tres problemas: consenso cognitivo, liderazgo internacional y marcos formales de acuerdo parecen requisitos básicos para avanzar de forma efectiva en la coordinación macroeconómica internacional. Son problemas que siguen condicionando el marco internacional tras la eclosión de la crisis.

## VIII. El imperativo de la coordinación macroeconómica

La crisis ha atenuado la magnitud de los desequilibrios de la balanza de pagos, pero no los ha hecho desaparecer y todo sugiere que se restablecerán en toda su magnitud una vez que la economía internacional se recupere. No cabe suponer que ni decisiones unilaterales, a cargo de las respectivas políticas monetarias nacionales, ni la dinámica divergente de crecimiento de los países implicados conduzcan a una solución espontánea de este problema.

La primera de las opciones hace tiempo que parece desechada, habida cuenta de las dificultades y riesgos que comporta para la economía que lo pretendiese. Durante los

años previos a las crisis, fueron continuas las advertencias en el seno de la Reserva Federal norteamericana acerca de las limitaciones que la política monetaria tenía para corregir de manera eficaz, y sin costes excesivos, los desequilibrios en que estaba incurriendo la economía norteamericana. En relación a la segunda opción, tampoco parece que se fundamente en datos sólidos. Parece más bien que entra en el capítulo de los buenos deseos –*the false hope of decoupling*, como señala Dunaway (2009)– confiar en que la dispar senda de evolución económica de Occidente y Oriente conduzca al equilibrio de forma espontánea a través de la reducción del consumo en el primero y del crecimiento de la demanda interna en el segundo. Por el momento, todo parece confirmar que el crecimiento chino sigue descansando muy centralmente en su actividad exportadora.

Así pues, no queda más remedio que afrontar a través de una acción deliberada y coordinada a escala internacional la corrección de los desequilibrios globales. Así lo reconocía, con mucha sinceridad, el entonces secretario del Tesoro norteamericano Henry M. Paulson Jr. (2008), “si solamente nos dirigimos a los aspectos regulatorios –por importantes que estos son– sin afrontar los desequilibrios globales que alimentaron los recientes excesos, habremos perdido una oportunidad para mejorar sustancialmente las bases para la futura vitalidad de los mercados y de la economía global. La presión de los

desequilibrios globales simplemente emergerá de nuevo hasta encontrar una nueva salida”.

Pese a la evidencia de esta necesidad, lo avanzado en las reuniones del G-20 en este ámbito es muy limitado. Apenas una referencia tenue en la cumbre de Washington, al señalar que están en la base de la crisis las “políticas macroeconómicas inconsistentes e insuficientemente coordinadas, que condujeron a resultados macroeconómicos insostenibles”. Por su parte, en la cumbre de Londres, se menciona la necesaria corrección de las externalidades macroeconómicas, al señalar que se llevarán a cabo “todas nuestras políticas económicas en colaboración y de manera responsable en lo que respecta a su impacto para otros países”, pero no se mencionan los desequilibrios precedentes. La misma idea, un tanto más precisa, se reitera en la cumbre de Pittsburgh: “Nuestro marco para un fuerte, sostenido y equilibrado crecimiento es un pacto que nos compromete a trabajar juntos para asegurarnos de que nuestras políticas encajen entre sí, para evaluar si son compatibles colectivamente con una trayectoria más sostenible y equilibrada y para actuar como sea necesario para cumplir nuestros objetivos comunes”. Es pronto para juzgar la aplicación práctica de estos propósitos.

Los requerimientos de un marco institucional que aliente la coordinación macroeconómica internacional no sólo descansan en la necesaria corrección de los desequilibrios globales, para evitar nuevas crisis, sino también para articular

respuestas más efectivas en caso de que éstas sucedan. De nuevo, la crisis actual puede servir para ejemplificar lo que se quiere decir. Como es sabido, esa terapia en la mayor parte de los países de la OCDE articuló su respuesta frente a la crisis en torno a dos vectores básicos: un primero orientado a recomponer la solidez del sistema financiero e inyectar liquidez en su seno, con objeto de restablecer la confianza en los mercados y activar el crédito; el segundo dirigido a estimular la demanda a través del recurso a paquetes fiscales de notable magnitud y con un arsenal de medidas muy amplio. Aunque la celeridad y simultaneidad con la que se respondió a la crisis es algo destacable, debiéndose poner este logro en el activo del balance del G-20, los niveles de coordinación internacional logrados han sido mayores al articular el primero de los vectores que al definir e instrumentar el segundo. En este último caso las discrepancias (y reproches) entre Estados Unidos y Europa, por una parte, y entre los países europeos, por la otra, fueron mayores. No obstante, también en este caso se advierten las ventajas manifiestas de la coordinación internacional.

El efecto de un paquete de estímulo fiscal depende, entre otros factores aquí no considerados, de la capacidad que los países tengan para limitar el efecto de “derrame” al exterior de los estímulos generados. En economías aceptablemente abiertas, una parte de la expansión fiscal terminará por transferirse al exterior por los canales del comercio. El propio planteamiento

analítico del multiplicador keynesiano justifica el efecto al que se alude. Como es sabido, el multiplicador se define del siguiente modo:

$$MK=1/(1-c (1-t)+m)$$

Donde  $c$  es la propensión marginal al consumo,  $t$  la tasa impositiva marginal y  $m$  la propensión a importar. Así pues, por definición, cuanto más abierta sea una economía –y mayor sea su propensión importadora–, menor será la dimensión del multiplicador y, por tanto, el efecto de arrastre sobre la demanda de un paquete de estímulo fiscal.

En principio, hay tres vías teóricas para tratar de corregir este efecto de “derrame”. La primera es definir la composición del paquete fiscal de modo que incida más centralmente sobre aquellos componentes de la demanda menos abiertos al exterior (con menores impactos sobre las importaciones). Aunque se trata de una vía teóricamente posible, su efecto es limitado dada la interrelación entre los diversos componentes de la demanda. Una segunda vía es limitar el arrastre importador de la demanda, con el recurso a un proteccionismo más o menos encubierto. Se trata de una medida que puede tener los resultados esperados cuando es un solo país el que la practica, pero sus efectos se vuelven abiertamente perniciosos cuando se generaliza al resto de los socios comerciales. Por último, la tercera vía consis-

te en promover la coordinación internacional de las respuestas fiscales, permitiendo un mutuo y compartido beneficio de los respectivos efectos de derrame a través del efecto dinámico que generan las demandas recíprocas. Obsérvese que si las medidas fiscales se adoptan de forma suficientemente coordinada, la propensión importadora relevante no es la de cada uno de los países implicados, sino la agregada del grupo de países integrados en la respuesta colectiva. Obviamente, esta última será menor, al referirse a un agregado más amplio de países.

El argumento lo ilustra Melguizo (2009) en el caso de la Unión Monetaria Europea. Si las medidas de estímulo fiscal son adoptadas por un país de forma independiente, suponiendo un país representativo del promedio de la UME, debería considerarse como propensión importadora una tasa equivalente al 0,4; si se refiere al conjunto de la UE (y no a un país promedio), la propensión relevante se reduciría al 0,1, dado que cerca de las cuatro quintas partes de las importaciones de los países de la UME son intra-regionales. Esa reducción de la propensión importadora comporta un incremento del multiplicador keynesiano de cerca del 45%.

Así pues, en un mundo crecientemente abierto e interdependiente, la eficacia de las políticas fiscales queda notablemente reducida, salvo que los países aprovechen los beneficios que se derivan de los efectos dinámicos de las demandas recíprocas. Ante

una crisis de carácter simétrico y global, para que este efecto no aliente el comportamiento oportunista y dé lugar a un fallo de acción colectiva, conviene que las medidas fiscales se tomen de forma simultánea e internacionalmente coordinada. Un argumento adicional, pues, a favor de construir los resortes para propiciar respuestas coordinadas en el ámbito macroeconómico.

## IX. A modo de conclusión

Tras el recorrido realizado, es posible formular algunas consideraciones finales que condensan los juicios emitidos en las páginas previas. Se expondrán estas consideraciones de forma sumaria, entendiendo que la argumentación más detenida ha quedado expuesta en los anteriores epígrafes.

La experiencia de la presente crisis evidencia que los niveles alcanzados en la coordinación macroeconómica internacional están lejos de ser los deseables. Cabe especular que de haberse logrado mayores niveles de coordinación: i) se hubiese podido avanzar en una atenuación de los desequilibrios globales, lo que si no hubiese logrado evitar la crisis, al menos hubiese aminorado su severidad y alcance; ii) se hubiesen aprovechado de una manera más plena los efectos de arrastre que se derivan de los estímulos fiscales, rentabilizando el impulso dinámico de las demandas recíprocas.

Si se quiere alejar el peligro de una nueva crisis, habrá de acometerse una corrección de los desequilibrios globales. Para ello es requerida una acción concertada a escala internacional, ya que los factores sobre los que se necesita operar son distintos en cada una de las economías aplicadas (EE UU, China, Japón y Europa). Los desequilibrios no pueden durar indefinidamente, por ello, como apunta Dunaway (2009), "si las principales economías fallan en adoptar las políticas apropiadas, entonces el ajuste será forzoso para ellas, y todo el mundo tendrá que acomodarse a una economía mundial de más lento y menos estable crecimiento".

Avanzar hoy en la coordinación macroeconómica resulta más necesaria pero también más difícil que antaño. Para lograr resultados efectivos es necesario ampliar, más allá de la tríada, los países comprometidos. Sin duda, el mundo es más complejo y multipolar que hace un par de décadas, y ello añade dificultades a la coordinación. No sólo porque son más los actores que es preciso poner de acuerdo, sino también porque los niveles de heterogeneidad de los que se parte son igualmente superiores.

Hace veinte años, en un excelente artículo, Fisher (1987) argumentaba que, aunque conveniente, la coordinación macroeconómica era altamente improbable, dado que los países que deberían promoverla carecían de la voluntad para hacerlo. Pero añadía que el coste de semejante carencia era relativamente menor,

dado el pequeño efecto positivo atribuido a la coordinación. Hoy podemos suscribir la primera parte de ese juicio, pero no necesariamente la segunda. Los costes de la falta de coordinación pueden ser hoy elevados; y todo sugiere que serán mayores en el futuro, a juzgar por la creciente densidad de las interrelaciones económicas internacionales.

En relación con el punto anterior, la medición de los beneficios de la coordinación se ha centrado en el caso de los países desarrollados (y más particularmente sobre la tríada). Sin embargo, es conveniente ampliar la perspectiva, entendiendo que una parte de los beneficios de la coordinación internacional afecta a los países en desarrollo, hasta ahora ausentes de los análisis. En un mundo crecientemente interdependiente, estos países sufren las consecuencias de aquellas decisiones que se adoptan en el centro: en realidad se comportan como *policy takers* (más que como *policy makers*). Una adecuada coordinación puede aminorar de forma notable los niveles de riesgo de inestabilidad que caracterizan la inserción internacional de estos países.

Por último, el emplazamiento de la coordinación macroeconómica en instancias informales (como el G-7) se ha demostrado, al cabo, poco eficaz. Incluso el G-20, más integrador que sus predecesores G-7 y G-8, sigue siendo un grupo reservado –y, por tanto, excluyente– de concertación internacional de carácter informal. Sería necesario avanzar hacia mecanismos

más formales de coordinación internacional. La decisión de 2006 de encomendar al FMI la tarea de promover una “supervisión multilateral” constituye una medida que, aunque limitada, va por el buen camino. Pero quizá debería atenderse a propuestas más ambiciosas como la que en su día formulara Jacques Delors, de crear un Consejo de Seguridad Económica, o la más recientemente propuesta por la Comisión de Expertos sobre la Reforma en el Sistema Monetario y Financiero Internacional que, bajo la presidencia de Stiglitz, promueve para estas tareas la creación de un Consejo Global de Coordinación Económica.

## Referencias bibliográficas

- Alberola, E. y J. M. Serena (2008): "Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances", *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, nº 37 (3), pp. 315-43.
- Bernanke, B. (2005): "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics.
- Bryant, R. (2004): "Cross-border Macroeconomic Implications of Demographic Change", en G. H. Sellon (eds.), *Global Demographic Change: Economic Impacts and Policy Challenge*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Canzoneri, M. B. y D. Henderson (1991): *Monetary Policy in Interdependent Economies: A Game Theoretic Approach*, MIT Press, Cambridge.
- Canzoneri, M. B., R. Cumby y B. Dubi (2002): "The Need for International Policy Coordination: What's Old, What's New, What's Yet to Come?", *NBER Working Paper*, nº 8765, Washington.
- Carton, B. y F. Montagne (2007): "International Macroeconomic Policy Coordination", *Trésor-Economics Letter*, nº 18, pp. 1-8.
- Dunaway, S. (2009): *Global Imbalances and the Financial Crisis*, Council Special Report, nº 44, Council on Foreign Relations, Washington.
- Eichengreen, B. (2006): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press, Cambridge.
- Eichengreen, B. y F. Ghironi (1999): "Macroeconomic Tradeoffs in the United States and Europe: Fiscal Distortions and the International Monetary Regime", Federal Reserve Bank of New York.
- Fisher, S. (1987): "International Macroeconomic Policy Coordination", *NBER Working Paper*, nº 2244, Washington.
- Frankel, J. A. y K. A. Rockett (1988): "International Macroeconomic Policy Coordination when Policy-makers Disagree on the Model", *NBER Working Paper*, nº 2059, Washington.
- Ghosh, A. y P. Masson (1994): *Economic Cooperation in an Uncertain World*, Blackwell Publishers, Oxford.
- Greenspan, A. (2004): "The Evolving US Payments Imbalance and its Impact on Europe and the Rest of the World", *Cato Journal*, nº 24.
- Hallet, A. (1986): "International Policy Design and the Sustainability of Policy Bargains", *Journal of Economic Dynamics and Control*, nº 10, pp. 467-94.
- Hamada, K. (1974): "Alternative Exchange Rate Systems and the Interdependence of Monetary Policies", en R. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, University of Chicago Press, Chicago.
- Hamada, K. (1976): "A Strategic Analysis for Monetary Interdependence", *Journal of Political Economy*, nº 84, pp. 677-700.
- Hamada, K. (1985): *The Political Economy of International Monetary Interdependence*, MIT Press, Cambridge.
- Hamada, K. (1986): "Strategic Aspects of International Fiscal Interdependence", *Economic Studies Quarterly*, nº 37, pp. 165-180.
- Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2006): "Examining Global Imbalances", *Finance and Development*, vol. 43, nº 1.
- Levine, P. y J. Pearlman (1997): "Delegation and Fiscal Policy in Open Economy: More Bad News for Rogoff's Delegation Game", *Global Economic Institutions Working Paper*, nº 25, ESRC.
- Mckibbin, W. (1997): "Empirical Evidence on International Economic Policy Coordination", en M. U. Fratianni, D. Salvatore y J. von Hagen (eds.), *Handbook of Comparative Economic Policies*, v 5, *Macroeconomic Policies in Open Economies*, Greenwood Press, Westport.
- Melguizo, A. (2009): "Fiscal Policy: To Coordinate or not to Coordinate, that Is (one of) the Question(s)", *Global Highlights*, BBVA, 27 de febrero.
- Mendoza, E., V. Quadri y J. Ríos (2006): "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", FMI.

- Meyer, L. H., B. M. Doyle, J. E. Gagnon y D. W. Henderson (2002): "International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium?", *International Finance Discussion Papers*, n° 723, Board of Governors of the Federal System.
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (2001): "Global Implications of Self-oriented National Monetary Rules", *Quarterly Journal of Economics*.
- Oudiz, G. y J. Sachs (1984): "Macroeconomic Policy Coordination among Industrial Countries", *Brookings Paper on Economic Activity*, n° 1, pp. 1-64.
- Oudiz, G. y J. Sachs (1985): "Intertemporal Policy Coordination in Dynamic Macroeconomic Models", en W. Buiter y R. Marston (eds.), *International Economic Policy Coordination*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Paulson, H. M. (2008): "Remarks by Secretary Henry M. Paulson Jr. On the Financial Rescue Package and Economic Update", US Treasury Press Release.
- Poterba, J. (2004): "The Impact of Population Aging on Financial Markets", *NBER Working Paper*, n° 10851.
- Putnam, R. D. y C. R. Henning (1989): "The Bonn Summits of 1978: A Case Study in Coordination", en R. N. Cooper *et al.*, *Can Nations Agree? Issues in International Economic Cooperation*, Brookings Institution, Washington.
- Rogoff, K. (1985): "Can International Monetary Policy Coordination Be Counterproductive?", *Journal of International Economics*, 18, pp. 199-217.
- Sarno, L. y M. Taylor (2001): "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: it is Effective, and, if so, How Does it Work?", *CEPR Discussion Paper*, n° 2690.
- Terrones, M. y R. Cardarelli (2005): "Global Imbalances: A Saving and Investment Perspectives", *World Economic Outlook*.

## Viendo llover en Macondo: una visión secular del proteccionismo

### Resumen:

A medida que la crisis financiera se extiende hacia la economía real los países han respondido con la implementación de medidas anticíclicas. Para hacer frente al impacto negativo sobre los niveles de producción y de empleo, los gobiernos recurren a una suerte de “proteccionismo de rescate” acompañado de políticas de apuntalamiento de la demanda. Si bien esto implica una distorsión de los incentivos en condiciones normales, en épocas de crisis como la actual, y en ausencia del *first best* –la coordinación perfectamente sostenida entre países–, el proteccionismo puntual, contingente, legalizado, implementado con mayor transparencia y escrutinio público, puede conllevar, en el mundo del *second best*, a más y no menos bienestar. Se trata de reconocer que no existen épocas “negras” de proteccionismo y épocas “blancas” de libre comercio, sino una continua y constante combinación de apertura y regulación selectiva.

### *Palabras clave:*

crisis económica y financiera, proteccionismo, apertura, regulación

### Abstract:

As the ripples of the financial crisis make their way into real economy governments have resorted to a series of anti-cyclical measures. In order to tackle negative impacts on levels of production and employment, in a sort of “salvation/rescue/last-resource protectionism” hand in hand with active demand management. While, under normal circumstances this would entail an undesirable distortion of incentives, within a crisis context, and in the absence of a “first best” –perfect policy coordination among countries–, a precise, contingent and legalized degree of protectionism, transparently implemented and subject to public scrutiny, can lead to a greater general welfare. In essence, there

are no “black” times of protectionism and “white” times of free trade, but rather a continuous combination of liberalization and selective regulation.

*Key words:*

economical and financial crisis, protectionism, liberalization, regulation

## Viendo llover en Macondo: una visión secular del proteccionismo

### I. Introducción

La crisis ha trascendido el ámbito financiero, extendiéndose hacia la economía real, tanto de los países desarrollados como de los países en desarrollo. Es un hecho que en los últimos seis meses de 2009 los volúmenes del comercio global colapsaron arrasando consigo el crecimiento comercial de los últimos cuatro años. Según pronósticos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en 2009 el comercio mundial se encontraba en caída libre, con un declive del 13,2%, un vaticinio más oscuro que el de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que estimaba una reducción del 9%, un colapso que no se veía desde la Gran Depresión. En octubre de 2009, casi un año después de la bancarrota de Lehman Brothers, el desempleo en los Estados Unidos había alcanzado su nivel más alto en

los últimos 26 años: un 10,2%, equivalente a casi 16 millones de personas afectadas. El desempleo en la Unión Europea (UE) alcanzó en diciembre de 2009 el 9,6% de la población económicamente activa –equivalente a 16 millones de personas afectadas solamente en la eurozona–, el mayor nivel desde enero de 2000, según la oficina comunitaria de estadística Eurostat. Asimismo, según datos de Naciones Unidas, en los países en desarrollo, unos 100 millones de personas se han sumado, desde el inicio de la crisis, a las estadísticas de hambre y pobreza crónica.

Para hacer frente al impacto negativo sobre los niveles de producción y de empleo, los gobiernos de los países industrializados y en desarrollo están recurriendo a la implementación de medidas anticíclicas, en una suerte de “proteccionismo de rescate”. Como era de esperar, comienzan a hacerse escuchar voces

que, desde distintos ámbitos –gubernamental, intergubernamental, académico, etc.–, y con distintos niveles de intensidad –desde simples advertencias hasta premoniciones cataclísmicas–, llaman la atención sobre los peligros de una escalada proteccionista (Baldwin y Evenett, 2009; OMC, 2009; Banco Mundial, 2009). Tomando prestada la metáfora de Paul Krugman (2009), que califica dichas visiones como teológicas, las premoniciones fuera de contexto corren el riesgo de caer presas del principal credo de un dogma: el rechazo a cualquier forma de protección dada su inherente naturaleza malsana y demoníaca.

En oposición a estos enfoques, el presente trabajo pretende presentar una visión predominantemente secular o “laica” del proteccionismo. Bajo este prisma, el proteccionismo no es un fenómeno que pueda considerarse *a priori* bueno o malo, deseable o indeseable. En cambio, es un hecho que debe analizarse y describirse empíricamente, y que presenta particularidades en cada momento histórico y en distintos contextos.

En este escenario, la batería de medidas adoptadas por los gobiernos ante la crisis financiera que se desencadenó hace poco más de un año estaría lejos de haber tenido los efectos nocivos sobre la economía mundial que los enfoques fatalistas vaticinan. En primer lugar, la implementación de políticas monetarias y fiscales expansivas aparenta haber tenido un impacto fundamental para paliar los efectos

de la crisis. Por otro lado, si bien la utilización excesiva de estas políticas puede arrastrar a otros países a adoptar medidas de retorsión, las disposiciones adoptadas en la actual crisis global distan mucho de representar la hecatombe que presenciamos en los años treinta, cuando las inmensas barreras comerciales pusieron de rodillas al sistema mundial de comercio.

La visión “laica” del proteccionismo reconoce que el mismo puede traer aparejado el riesgo derivado de la implementación de obstáculos al comercio. La acumulación progresiva de restricciones en un punto puede llegar a asfixiar los flujos de comercio internacional y, en consecuencia, a erosionar la efectividad de las políticas para incrementar la demanda agregada y restaurar el crecimiento sostenido a nivel global. La cuestión que subyace a la implementación de medidas comerciales es entonces la geografía cambiante del comercio, no las prácticas desleales *per se*. En esta misma línea de razonamiento la pregunta que debemos hacernos es: ¿qué es lo que debe considerarse como medidas proteccionistas en un mundo castigado por la contracción de la demanda? ¿Cómo juega el impacto de la protección cuando se acompaña de políticas expansivas para apuntalar la demanda?

Lamentablemente, carecemos de las herramientas analíticas necesarias para responder esta pregunta: no tenemos una teoría apropiada del ciclo proteccionista cuando

acompaña medidas expansivas de salvataje de la demanda y oferta nacional. Prueba de esto es, por ejemplo, que pese a la cantidad y tipos de medidas que los países han estado implementando ante la crisis, los informes de la OMC siguen estado enfocados en medidas comerciales convencionales como incrementos en aranceles y tarifas antidumping. Con una definición excesivamente demonizada y cargada de connotaciones tóxicas e inspirada en la crisis de los años treinta, el proteccionismo queda acotado a la introducción de discriminación entre producción interna y externa. El presente trabajo pretende, por tanto, avanzar en el desarrollo de un análisis “desdemonizado” del proteccionismo en general y, en particular, del proteccionismo al que asistimos en el actual contexto de crisis internacional.

El artículo cuenta con cuatro secciones. La segunda de ellas estará dedicada a demostrar que la protección, y por ende el proteccionismo, no es un fenómeno propio de los periodos de post-crisis. En cambio, argumentaremos que toda la historia del comercio internacional, al menos durante las últimas seis décadas, ha estado signada por una combinación de apertura y regulación selectiva. En ese contexto, las medidas que están adoptando actualmente los gobiernos nacionales no son más que una nueva configuración de estos dos elementos. Partiendo de esta idea, la sección III se concentrará en describir las particularidades que presenta la fórmula apertura/regulación selectiva

en el contexto actual. Se mostrarán algunos patrones que permitan encontrar cierta regularidad en la multiplicidad de medidas de autoayuda que los gobiernos están adoptando en la coyuntura actual de crisis ante la desaceleración de la actividad económica a nivel global. A tal fin, propondremos una categorización de los “tipos de proteccionismo”: laboral, financiero, cambiario, verde y comercial; y destacaremos algunas tendencias que pueden observarse en la actualidad al interior del último de estos tipos. En la sección IV exploraremos las perspectivas del curso de las tendencias del proteccionismo en el mediano y largo plazo. Por último, la sección V presentará algunas conclusiones y consideraciones finales.

## II. Breve interregno de exorcización

La protección suele presentarse como un elemento indeseable en la economía internacional, que necesariamente implica una disminución del bienestar general. La connotación sostenidamente negativa del concepto contrasta con las connotaciones del término protección en otros contextos, donde brindar abrigo o amparo es bienvenido, y hasta necesario, como en protección al consumidor, protección social, protección civil, etc. El razonamiento es muy simple: al imponer barreras a los intercambios comerciales, los gobiernos

incentivan la producción de bienes y servicios por parte de agentes económicos localizados al interior de sus fronteras, que son menos eficientes que aquellos ubicados en el exterior. De no existir las ventajas competitivas que otorgan las barreras al comercio, los productos ineficientes deberían cerrar sus negocios, y los factores de la producción hasta entonces utilizados en actividades ineficientes se trasladarían a sectores en los que el país cuenta con ventajas comparativas, elevando de esta manera la producción total. Esta visión un tanto simplificada del proteccionismo solo puede dar cuenta de su aparición como respuesta a problemas de coordinación entre países, que se torna especialmente aguda en contextos de crisis económica, conlleva a nefastas guerras comerciales y profundiza la contracción de la demanda.

Si bien es cierto que el recurso a la protección recrudescer para defender el mercado nacional frente a una crisis, el proteccionismo aparece como un elemento permanente en el paisaje del comercio internacional, que va adoptado diferentes formas e intensidades bajo diferentes contextos. Una concepción desdemonizada del comercio internacional implica comprender que, desde la década de los años treinta, cuando imperaba el nacionalismo económico, no existen épocas de proteccionismo tóxico y épocas puras de libre comercio benigno, sino una permanente combinación de apertura y regulación selectiva tanto a nivel

sectorial como geográfico. La década de los años treinta, sin embargo, sobrevuela como fantasma, cuando la quiebra del sistema de pagos multilaterales se conjugó con la agitación, las luchas sociales y animosidades nacionales que llevaron a la guerra. Los gobiernos, en respuesta a la restricción de pagos y a la recesión, optaron por el nacionalismo económico radical, mermando drásticamente los flujos de comercio y su dirección a nivel global. Así, el sistema multilateral de comercio fue creado para evitar guerras proteccionistas como las que caracterizaron a la década de los años treinta. Sin embargo, esto no es lo mismo que afirmar que el sistema de comercio ha sido librecambista. De lo que se ha tratado, en cambio, es de un sistema de negociación con pautas de protección.

En realidad, la protección ha sido siempre un elemento estructural del sistema de libre comercio, funcionando como una especie de "red de seguridad liberal" para el orden comercial. Desde los inicios del sistema de negociación a fines de la Segunda Guerra Mundial, el promedio de los aranceles en bienes manufacturados descendió aproximadamente del 40 a menos del 5%. Pero parte de los avances en este sentido fueron contrarrestados por la incorporación de múltiples instrumentos y barreras no arancelarias en las políticas comerciales (Tussie y Casaburi, 1991). De esta manera, diversos tipos de protección estatuida fueron inherentes a las prácticas

institucionales del sistema multilateral de comercio, y de hecho, pueden ser funcionales al avance del proceso de liberalización mismo.

Existen, por un lado, exclusiones sectoriales desde el origen mismo del sistema. Es notorio el caso del sector agrícola a través de los Artículos XI (que permite el uso de restricciones cuantitativas) y el excesivamente laxo lenguaje del XVI sobre el uso de subsidios en el sector primario, que permitieron mantener al sector fuera de las negociaciones en pos de la apertura. El trato especial de la agricultura en el GATT responde en gran medida, si no exclusivamente, al poder de influencia de Estados Unidos al finalizar la Segunda Guerra Mundial. Los negociadores del GATT no vieron ninguna necesidad de establecer un régimen especial para la agricultura. Sin embargo, Estados Unidos utilizaba asiduamente los contingentes de importación y los subsidios de exportación a fin de gestionar su sistema de administración de la oferta de productos agrícolas. Pese a que Estados Unidos tuvo éxito en lograr incluir un trato especial para la agricultura, incluso esto fue insuficiente y fue por ello que su gobierno se vio obligado a solicitar en 1955 un *wavier* al Artículo XI en relación a una variedad de productos agrícolas tales como azúcar, maní y productos lácteos a los pocos años de la entrada en vigor del GATT. Con el surgimiento de la política agraria común en Europa, la Comunidad Económica Europea, por su parte, bloqueó sistemáticamente o se negó a implementar decisiones de paneles

que pusieran en peligro dicha política y su arsenal de protección (Trebilcock y Howse, 2007). Para 1973 la CEE se transforma de importadora neta en exportadora neta de carnes, lácteos, etcétera.

Al sector agrícola, excluido desde el origen, siguió el ajuste de la regulación del sector textil a inicios de la década de 1960, a medida que avanzaba el proceso de reducción arancelaria, pero amenazaba a los productores en los países desarrollados. El sector textil acuñó el concepto de “desorganización de mercados” como la situación que se presenta cuando se obstaculiza “el desarrollo ordenado del comercio”, justificando de esta manera medidas de limitación a tales importaciones a efectos de atenuar o evitar dicha desorganización<sup>1</sup> (Dam, 1977). El “desarrollo ordenado” del mercado es prácticamente un *oxymoron* pero, a falta de definición conceptual, se acordaron precisiones técnicas e indicadores de desorganización. En esta misma línea, el caso del sector textil se convirtió en la segunda excepción al *modus operandi* del GATT. Si bien la protección al sector textil fue legalizada en el marco del GATT, esto constituyó una flagrante violación a los principios reguladores del acuerdo mismo: la no discriminación y la eliminación de cupos de importación. En un rubro tan trascendente para un grupo importante de países subdesarrollados, se otorgó un enorme margen de libertad a las partes para poner en práctica cupos seleccionados por producto y por país.

El GATT se vio envuelto por la feroz competencia de precios en el sector y la industria vio la necesidad de ponerle freno a fin de detener la “desorganización de mercado”, el cierre de fábricas y la fuga de la industria hacia los países con menores costos. La regulación a nivel sectorial se extendió también al sector automotriz. Las empresas transnacionales del sector dieron inicio a un sistema de apertura y regulación selectiva a través del acuerdo entre Canadá y Estados Unidos (el llamado Auto Pact de 1965), al que luego siguió una red de acuerdos afines con restricciones voluntarias de exportación para restringir el crecimiento “desordenado” de Japón. Y como último ejemplo, cabe mencionar la gravitación de la “mano invisible” de la industria siderúrgica en la construcción del código de *dumping* de la ronda Kennedy (1963-1967) (Strange, 1979; 1985) en el momento que la industria sufría con capacidad ociosa.

La conjunción de estas tendencias llevó a acuñar el concepto de “neoproteccionismo” en los años setenta. Pero en la época de auge de la globalización no sobrevivieron mayores cambios. En la ronda Uruguay concluida en 1995 el código de *dumping* se transformó en el Acuerdo sobre Anti-dumping de la Organización Mundial de Comercio. En el tema agrícola, el Acuerdo Agrícola que emergió produjo la “arancelarización”, pero los productos “afectados” pasaron a tener unos derechos de aduana más elevados, persistiendo así el efecto proteccionista. Ello fue reforzado por la cláusula de

salvaguardia especial que permite imponer derechos adicionales.

Por ello, en términos generales, podemos decir que la apertura ha sido contrarrestada por la incorporación de nuevas formas de regulación que atienden a sectores rezagados o que presentan condiciones de capacidad ociosa. La configuración de apertura/regulación selectiva también se presenta en la creación de bloques comerciales, ya sea a nivel regional o transregional. Un análisis detallado de este tema, por demás conocido, excede el objeto del presente trabajo.

En el tsunami de la crisis actual, y en clave neokeynesiana, Paul Krugman introdujo una distinción heurística entre la protección que arrasó en la década de 1930 y la protección que surgió en la actual crisis: la contracción fiscal y monetaria en contraste con la presencia de los actuales estímulos para apuntalar la demanda. Según el FMI, a principios de la década de los años treinta, el déficit promedio para veinticuatro de las economías más significativas era del 4% del PIB. Actualmente, el déficit fiscal promedio de los países que conforman el G-20 llega al 10% (FMI, 2009). En particular, el abultado déficit fiscal de la economía estadounidense (que actualmente alcanza aproximadamente el 13% del PIB) actúa como una especie de colchón para la demanda privada, a la vez que el cúmulo de préstamos de la Reserva Federal sirvió para aliviar considerablemente la

astringencia en los mercados crediticios. En el caso de América Latina, en países como Brasil, Argentina y México, este déficit ronda el 4%. De hecho, y con la excepción notable de Venezuela, algunos gobiernos venían implementando medidas anticíclicas previamente a la crisis, algo que no ocurría en anteriores períodos de auge desde el fin de Bretton Woods hasta el 2002. En virtud de ello, al momento de la erupción de la crisis, estos países tenían una base sólida para expandir la política fiscal como respuesta a la misma (Tussie y Heidrich, 2008).

Al mismo tiempo, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) incrementó en un 25% las aprobaciones de préstamos, garantías y donaciones, alcanzando la cifra récord de 12.200 millones de dólares USA en 2008 (frente a 9.600 millones aprobados en 2007), en un esfuerzo por ayudar a América Latina y el Caribe a confrontar la crisis financiera mundial. Dentro de estas aprobaciones totales, se incluyen también 900 millones de dólares provenientes de su nuevo fondo de liquidez de emergencia, de desembolso rápido. La facilidad de 6.000 millones de dólares USA, creada en octubre, provee fondos a aquellos países que enfrentan dificultades transitorias en el acceso a los mercados crediticios internacionales debido a la incertidumbre financiera. Los fondos son transferidos a bancos domésticos para luego financiar las operaciones e inversión de empresas locales (BID, 2008). También

van en la misma dirección la re-capitalización del FMI en 500.000 millones de dólares adicionales y la autorización de aumento en 250.000 millones de dólares de las reservas conocidas como Derechos Especiales de Giro (DEG); la recapitalización del Banco Mundial en 250.000 millones adicionales para financiamiento comercial; y el apoyo a la re-capitalización futura de los bancos regionales: Banco Interamericano, Banco Asiático y Banco Africano de Desarrollo.

El uso de medidas de protección que conllevan estímulo fiscal produce externalidades que deben ser consideradas como positivas en el contexto de la crisis. El proteccionismo actual es por ello una suerte de “proteccionismo de salvataje” que responde a la necesidad de apuntalar la demanda, y no tiene semejanza con el proteccionismo astringente de la década de los años treinta, cuando se erigieron gigantescas barreras arancelarias que quebraron todo el sostén del sistema económico internacional de rodillas.

Como señala Krugman (2009), si todos los países recurriesen a paquetes de expansión fiscal, los efectos multiplicados acercarían al mundo a niveles más altos de empleo. Sin embargo, de la mano de políticas monetarias y fiscales expansivas, surgen externalidades sustanciales. Por ejemplo, el paquete de estímulo fiscal del país A puede ayudar a sostener las exportaciones del país B y evitar así una quiebra de los intercambios a la manera de 1930.

Sin embargo, el país B no estará pagando su “cuota” por los beneficios que obtiene como producto del paquete de estímulo implementado por A. En términos de la “teoría de los juegos”, el país A estará actuando como un “free-rider”, configurándose así un típico problema de acción colectiva. Como resultado, y en ausencia de una coordinación global en la implementación de estos paquetes de ayuda, el escenario más probable será uno con muy poco estímulo fiscal. Ahora bien, ¿cómo cambiaría todo esto si los países estuviesen facultados para adoptar medidas proteccionistas que les permitieran “contener” los efectos de la expansión fiscal al interior de sus fronteras? En este escenario, todos los países tendrían mayores incentivos para adoptar paquetes de estímulo fiscal, y el mundo se acercaría más al pleno empleo. Si bien las medidas de protección continuarían teniendo un efecto distorsivo en el comercio global, se trataría de un costo que bien valdría la pena pagar en pos de un verdadero y gran beneficio: la reducción de la distorsión causada por una economía mundial con niveles de empleo dramáticamente bajos.

Este argumento no trata de justificar el uso del proteccionismo, sino más bien de demostrar que su visión no puede limitarse o generalizarse a la de un mecanismo totalmente negativo con el único efecto de distorsionar el comercio. Sino que, por el contrario, el “proteccionismo de salvataje” implementado con cautela y en la coyuntura adecuada puede

conllevar, inclusive, un mayor bienestar general. El proteccionismo debe ser bien administrado y respaldado por un plan de recuperación económica efectiva, para no acabar con los logros de setenta años de negociaciones comerciales.

Por otro lado, los niveles actuales de proteccionismo están lejos de los alcanzados en la década de los años treinta. Asimismo, de los informes periódicos de la Organización Mundial de Comercio (2009) puede inferirse que no existe suficiente evidencia para hablar de un proteccionismo de alta intensidad o del surgimiento de un proteccionismo “letal”, caracterizado por la restricción del comercio global y las escaladas de retaliación. Podemos decir que hasta el día de hoy, las normas de comercio multilateral creadas en los últimos sesenta años continúan siendo un fuerte escudo de defensa ante la amenaza de escaladas proteccionistas. De hecho, según informes recientes, dado el continuado avance de los acuerdos comerciales regionales y transregionales, los aranceles promedio a nivel mundial disminuyeron de un 7,3% en 2009 a un estimado 6,8 en 2010 (Markheim y Miller, 2009). En cuanto a las barreras no arancelarias, un área en la que podía esperarse un marcado aumento, éstas aumentaron un modesto 0,2% de punto, es decir de 11,7 puntos en 2009 a un 11,9 proyectado para 2010.

De todas maneras, según los informes de la OMC y de CEPAL, se han evidenciado

incrementos arancelarios puntuales –uno de los mejores indicadores de aumento del proteccionismo– que comprenden aproximadamente un tercio de las prácticas restrictivas registradas más recientemente. En palabras de Rodrik, “el proteccionismo fue el perro que no ladró durante la crisis financiera”. Pese al gran griterío al respecto, los gobiernos han impuesto, en realidad, extraordinariamente pocos obstáculos comerciales a las importaciones. El proteccionismo actual es un “proteccionismo de salvataje” que responde a la necesidad de apuntalar la demanda, por ello presenciamos una tendencia a asociar la intervención legítima del Gobierno con un mecanismo distorsivo del comercio *per se*.

### III. Proteccionismo de salvataje en el siglo XXI: algunas tendencias

Como vimos en secciones anteriores, la economía internacional debe lidiar siempre con distintas combinaciones de apertura y regulación selectiva. En el contexto actual, la fórmula a la que asistimos ha tomado la forma de lo que hemos denominado “proteccionismo de rescate”. Este tipo de proteccionismo debe diferenciarse de la brutal restricción de la demanda que tuvo lugar durante la década de los años treinta. A diferencia de esta última, la crisis actual se caracteriza por la proliferación de medidas gubernamentales tendentes a apun-

talar la demanda. Esto no obsta, sin embargo, a que dichas medidas tiendan a discriminar entre productores nacionales y extranjeros

En los párrafos siguientes, presentaremos cinco tipos de proteccionismo en el escenario actual.

#### Cinco tipos de proteccionismo

El proteccionismo de rescate se presenta al menos en cinco variables: laboral, financiero, comercial, cambiario y verde. Estas categorías, inspiradas en las propuestas por Carrera (2009), no buscan ser excluyentes ni exhaustivas sino, más bien, brindar algunas pautas para la identificación de las áreas en donde parecen estar concentrándose la multiplicidad de medidas que los gobiernos están adoptando a raíz de la crisis.

El proteccionismo laboral de amplia difusión se basa en priorizar el acceso al trabajo nacional para los propios ciudadanos, y se manifiesta en formas tales como las restricciones migratorias o los subsidios orientados a dar prioridad al contenido de empleo local. La “Ley de Compre Americano” (“*Buy American Act*”) resulta paradigmática. Se aplica a todas las adquisiciones de bienes valuados por encima de un piso mínimo de valor, efectuadas por cualquier agencia del Gobierno Federal estadounidense. La norma dispone que todos los bienes de uso público, que superen un umbral mínimo de precio, deban ser producidos en Estados Unidos, al igual que las

manufacturas que deben utilizar materias primas nacionales (Tussie y Trucco, 2009)<sup>2</sup>. Por otro lado, en países con niveles de desarrollo tan disímiles como los de Alemania y Argentina, se han instaurado apoyos al salario para reincorporar trabajadores al mercado laboral o evitar despidos masivos. Otro indicador aun más obvio de este tipo de proteccionismo son los controles directos sobre el mercado laboral puestos en práctica mediante sendas reformas legislativas en Italia e Irlanda. La primera, aprobada en julio del 2009, criminalizó la inmigración ilegal en territorio italiano, y la segunda, adoptada en abril de 2009, restringió el acceso de extranjeros al mercado laboral irlandés.

En cualquier caso, cabe destacar que, en general, resultó mucho más fácil expandir las redes de protección preexistentes que establecer nuevas desde cero. Por ejemplo, El Salvador ha aumentado al doble (hasta 300 dólares USA) los pagos mensuales de su programa de transferencia de dinero en efectivo estilo Bolsa Familia. En Chile, el gobierno ha acordado un “bono único de reactivación” para 400.000 familias que viven en condiciones de pobreza. Donde los sistemas de protección social son más rudimentarios, o bien donde los sindicatos han argumentado más vehementemente por empleos, el gasto ha sido asignado mayormente a infraestructura y subvenciones (*bail outs*) para incentivar industrias debilitadas. De hecho, según informes de la CEPAL, el nivel de

aumento del gasto en programas sociales es considerablemente menor que el aumento del gasto en infraestructura. Esto podría reflejar tanto preferencias políticas como la dificultad de incrementar con rapidez los programas de protección social (CEPAL, 2009).

No obstante, en algunos países, la protección social ha pasado a formar parte de la lista de víctimas de la crisis. Así, por ejemplo, a partir de la crisis financiera internacional, Nicaragua decidió recortar el presupuesto de salud y educación en un 12 y 7%, respectivamente. En Perú, Anamper –una coalición nacional de organizaciones locales de la tercera edad– informó que el gobierno estaba a punto de asignar una pensión no-contributoria selectiva para la población de la tercera edad en condiciones de extrema pobreza. Sin embargo, en febrero de 2010, el Ejecutivo comunicó que una pensión social estaba fuera de toda discusión dada la imposibilidad de realizar un gasto de tal magnitud en la coyuntura de crisis.

El proteccionismo financiero, motivado en gran parte por la caída de las tasas de interés y la gran liquidez inyectada en los países desarrollados, abarca un abanico de medidas que incluyen mayores regulaciones sobre los bancos transnacionales, la protección de las entidades con matriz local y los controles cambiarios o la regulación de los flujos de capitales. Una forma interesante que toma este tipo de proteccionismo se da en los países desarro-

llados, como Estados Unidos y España, que han adoptado como política mantener el cien por cien de los activos de sus fondos invertidos en títulos públicos de sus respectivos Tesoros nacionales. De este modo aprovechan la elevada calificación crediticia de estos instrumentos y el calce natural de plazos entre los fondos previsionales y las emisiones financieras de los Estados soberanos. Un fenómeno estrechamente vinculando a este tipo de proteccionismo, que se ha observado a raíz de la crisis financiera, es la tendencia de algunos gobiernos a utilizar los sistemas de seguridad social como herramientas de política económica anti-cíclica. En el caso de Argentina, en noviembre de 2009, el 95% de la cartera de su fondo público de pensión estaba invertido en activos locales. En el marco de la Ley 26.425, referida a la prohibición de inversión de activos del exterior, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad inició un proceso para desarmar paulatinamente las posiciones existentes en el exterior, que fueron recibidas del régimen de capitalización.

Muchos países han recurrido también al proteccionismo cambiario, ya sea devaluando sus monedas o resistiendo las presiones apreciatorias. El ejemplo paradigmático de esta categoría de proteccionismo son las periódicas acusaciones de Estados Unidos a China por el valor de cambio del yuan respecto del dólar. Estados Unidos considera que este valor es “no realista”, dado que produce una inflación artifi-

cial en el precio de los productos estadounidenses al mismo tiempo que se reducen los precios de los productos chinos. Un ejemplo reciente de este tipo de proteccionismo es la contramedida adoptada por Brasil frente a la caída de las tasas de interés en los mercados centrales, de un impuesto del 2% sobre el ingreso de flujos de capital dirigidos a inversiones de renta fija y acciones, considerados especulativos. Esto está arrastrando al mundo a un período de relativa “anarquía cambiaria”. Otro ejemplo reciente, de gran resonancia en la prensa internacional y un fuerte impacto en la región latinoamericana, fue el desdoblamiento del tipo de cambio en Venezuela y la implementación de una drástica devaluación a principios del corriente año, que depreció el bolívar entre un 17 y un 50%.

El proteccionismo verde, a su vez, se define como el uso de medidas proteccionistas ante amenazas al medio ambiente y el desarrollo. Pueden distinguirse al menos dos lógicas por detrás de este tipo de proteccionismo. Por un lado, los Estados pueden buscar justificar medidas proteccionistas bajo el rótulo de “sanciones comerciales” tendentes a generar incentivos para que otros países adopten políticas medioambientales que se consideran deseadas. Tal sería el caso, por ejemplo, de restricciones al ingreso de bienes cuya producción no cumpla ciertos estándares mínimos (un ejemplo paradigmático es el caso Camarones, tramitado ante el Sistema de Solución de Diferencias

de la OMC). Por otro lado, puede pretenderse justificar medidas proteccionistas como una forma de “nivelar el campo de juego”: la imposición de estándares medioambientales sobre las empresas de un país puede significar costos adicionales que, de no ser incurridos también por las empresas extranjeras, implicarían una desventaja competitiva frente a éstas (Trebilcock y Howse, 2007).

Si bien es un tipo de proteccionismo que está en escena desde la década de los años setenta, cuando se reconoció la relación entre el comercio y la protección del medio ambiente, este tipo de protección se ha reavivado con el debate del “cambio climático” en pleno apogeo. El problema es que es cada vez más difícil determinar su legalidad, es decir, si realmente responden a razones medioambientales o de desarrollo o si son medidas ilegales bajo el disfraz del argumento medioambiental. La OMC misma ha reconocido su incapacidad para identificar estas medidas sin la ayuda de otras instituciones internacionales. Un desarrollo reciente, que seguramente pondrá a este tipo de proteccionismo en la palestra de los debates sobre el comercio internacional, es el de las huellas de carbono (totalidad de gases de efecto invernadero emitidos por efecto directo o indirecto de un individuo, organización, evento o producto). En un informe reciente, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) expresó su preocupación por una posible escalada de medidas proteccionis-

tas bajo el argumento “verde” que los países industrializados podrían aplicar a los productos originarios de los países en desarrollo (CEPAL, 2009).

Asimismo, en Estados Unidos y en la Unión Europea se utiliza una amplia gama de medidas para impulsar las industrias domésticas de tecnología “limpia” y ambas potencias han venido presionando desde hace algún tiempo por la incorporación de un tratado de libre comercio de tecnología medioambiental en los foros internacionales sobre el cambio climático. Esto ha sido rechazado por las economías emergentes que alegan que esto conllevaría una mayor dependencia de estos países.

Por último, la necesidad de divisas y de preservar los niveles de empleo ha llevado a la mayoría de los gobiernos a recurrir a las clásicas medidas de proteccionismo comercial y de la inversión. La siguiente sección se concentrará en esta última categoría y buscará presentar algunas tendencias que pueden observarse dentro del mismo.

### **Algunas tendencias al interior del proteccionismo comercial**

Las respuestas comerciales, tanto de países desarrollados como de países en desarrollo, durante el último año muestran al menos tres tendencias: 1) una marcada polarización entre medidas en frontera *versus* paquetes de estímulo, de acuerdo al nivel de desarrollo del país que impone la medida; 2) el recurso

frecuente a lo que denominaremos “proteccionismo legal”; y 3) la reaparición de las clásicas (y aparición de nuevas) “válvulas de escape”. En lo que resta de esta sección, se presentará una breve descripción de cada una de estas tendencias.

*Tendencia 1: medidas en frontera versus paquetes de estímulo*

Varios estudios recientes muestran que los países industrializados han respondido a las demandas internas de protección principalmente mediante el otorgamiento de subsidios a diversas industrias que se encuentran en situación de vulnerabilidad (Doperto Miguez, Fossati y Galperín, 2009). Los países en desarrollo, en cambio, han privilegiado el uso de medidas de frontera –tanto arancelarias o no arancelarias– frente a los subsidios (véase el gráfico 1). Como es natural, esto obedece a la menor disponibilidad de recursos financieros para subsidiar directamente a los sectores productivos y a las pocas posibilidades que tienen los países en desarrollo para subir sus aranceles debido a la escasa diferencia entre los aranceles consolidados y aplicados.

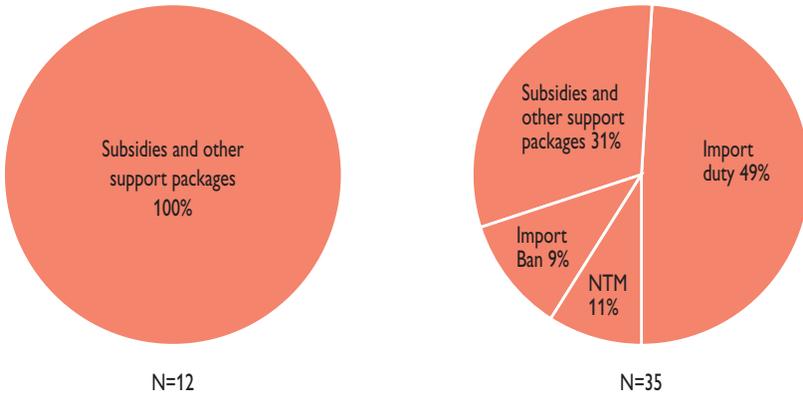
En efecto, la base de datos de Global Trade Alert (GTA) muestra que de un total de 146 medidas de ayuda estatal y “*bail-outs*” reportadas desde junio de 2009 hasta el 15 de enero de 2010, 106 (casi un 75%) fueron implementadas por países de la OCDE. Estas cifras se tornan aún más llamativas si se tiene en cuenta la

dimensión de estas ayudas. El monto total de los paquetes de estímulo implementados por Estados Unidos y los países de la Unión Europea se ha calculado en doce y ocho trillones de dólares, respectivamente (Hufbauer, Rubini y Wong, 2009). Más aún, se ha estimado que el monto total de los paquetes de estímulo fiscal implementados por países de la OCDE representa un 3,5% de su PIB conjunto (OCDE, 2009).

Los países en desarrollo, sin embargo, no han sido totalmente ajenos a esta tendencia. Un sector que parece haber sido alcanzado por las ayudas estatales incluso en los países en vías de desarrollo es el automotriz. Así, por ejemplo, el Estado Federal de Brasil, en conjunto con el Estado de San Pablo, implementó un paquete de 4.000 millones de dólares en medidas financieras destinadas a fortalecer este sector. Otros países en desarrollo que también han echado mano de paquetes de estímulo de dimensiones considerables son China y Rusia.

La legalidad de estos paquetes de estímulo no es para nada clara (Brunel y Hufbauer, 2009). Un ejemplo de la polémica generada por la creciente implementación de los paquetes de estímulo se dio a finales de enero de 2010 cuando, durante una reunión del panel de revisión de políticas comerciales de la OMC, algunos países en desarrollo (Argentina y respaldada por Ecuador, Cuba, Brasil, India y China) solicitaron la revisión de los

Gráfico 1  
Types of measures



Fuente: Banco Mundial (2009).

paquetes de rescates y las medidas de estímulo a la economía implementados por países industrializados. El argumento para esta solicitud fue el del sesgo que estas medidas producen en el terreno de juego a favor de la producción nacional (causando un efecto proteccionista en detrimento de los países en desarrollo). Estados Unidos y Japón bloquearon las propuestas y la Unión Europea, a pesar de no rechazar completamente la propuesta, afirmó que requería mayores estudios para que las revisiones requeridas pudieran realizarse de una manera realista y pragmática.

#### *Tendencia 2: proteccionismo legal*

El sistema multilateral de comercio fue creado para evitar escaladas proteccionistas como las que caracterizaron a la década de los treinta. A tal fin, se establecieron una serie de reglas y disciplinas tendentes a impedir el estallido de guerras comerciales. Sin embargo, dentro de los parámetros legalmente permitidos, los países se reservaron un margen de maniobra considerable para elevar, ante circunstancias excepcionales, el nivel de protección. Siempre existe, por tanto, la posibilidad de adoptar lo que podría denominarse medidas de “proteccionismo legal”.

Así, por ejemplo, es sabido que los países desarrollados gozan actualmente de un espacio considerable para aumentar sus programas de subsidios agrícolas, ya sea por el “agua” que existe entre los niveles consolidados de ayudas domésticas y a la exportación y los efectivamente aplicados, o por la existencia de una serie de subsidios que se consideran “no prohibidos” (comúnmente conocidos como medidas de “caja verde”).

La reciente reactivación del otorgamiento de subsidios a la exportación de productos lácteos en la Unión Europea, Estados Unidos y Suiza, en lo que se ha denominado la “guerra de subsidios en el sector lácteo”, es un claro ejemplo de las espirales de proteccionismo y discriminación comercial que pueden dispararse como producto de este amplio margen de maniobra con que cuentan los países centrales.

Entre enero y junio de 2009, la UE y Estados Unidos aprobaron sendos paquetes de subsidios para asegurar la exportación de cientos de miles de toneladas de leche en polvo descremada, manteca y queso. Mientras que la Unión Europea argumentó que su intervención respondía a las dificultades enfrentadas por el sector en un contexto de crisis económica internacional, Estados Unidos se limitó a replicar que la reactivación de su programa se debía a la necesidad de hacer frente a los subsidios europeos. Esta intensa actividad en materia de ayudas a la exportación de lácteos arrastró subsecuentemente a Suiza, que respondió a sus

socios europeo y norteamericano mediante la implementación de un millonario paquete de subsidios dirigidos esencialmente a sus exportaciones de crema (Riaboi, 2009).

Otro ejemplo paradigmático del “proteccionismo legal”, que se ha puesto de relieve en el actual contexto de crisis, es el amplio espacio para aumentar los aranceles aplicados (de nación más favorecida, NMF) sin superar los consolidados que se han comprometido ante la OMC (que pueden llegar hasta el 35%). Sin embargo, este tipo de medidas –que, intuitivamente, parecieran estar más a la mano de cualquier gobierno– están lejos de constituir la herramienta más utilizada en la práctica. De un total de 588 medidas calificadas como distorsivas o potencialmente distorsivas en la base GTA<sup>3</sup>, tan solo 76 (es decir, un 13%) corresponden a aumentos de aranceles a la importación existentes o imposición de aranceles en posiciones arancelarias que antes ingresaban libremente.

### *Tendencia 3: resurgimiento de las clásicas (y surgimiento de nuevas) “válvulas de escape”*

Una forma de proteccionismo que merece –en atención a su creciente relevancia– una mención aparte es la utilización de medidas de defensa comercial. Estas medidas están contempladas en el sistema multilateral de comercio con el objetivo de permitir a sus miembros apartarse de sus principios generales en aquellos casos en que perciban que un sector o rama

industrial corre riesgo de sufrir un daño, ya sea como resultado de un aumento inusitado de las importaciones (salvaguardias) o como producto de prácticas comerciales desleales (medidas *antidumping* y medidas compensatorias).

De las 588 medidas distorsivas o potencialmente distorsivas reportadas en la base de datos de GTA hasta el 15 de enero de 2010, 221 corresponden a defensa comercial. Es decir, que una de cada tres medidas discriminatorias adoptadas hasta la fecha son salvaguardias, derechos compensatorios o *antidumping*. Dentro de este grupo, las más frecuentes son las *antidumping*, que representan aproximadamente la mitad del total de medidas de defensa comercial adoptadas en el período estudiado<sup>4</sup>. De hecho, parecen estar siendo utilizadas como verdaderas válvulas de seguridad, para liberar el “vapor” proteccionista que, de otra manera, podría amenazar los objetivos de reforma comercial impulsados por los gobiernos.

Los remedios comerciales requieren, no obstante, cumplir con una serie de estándares procesales, que no siempre son compatibles con la urgencia de los sectores que se sienten afectados en un contexto de crisis internacional. Esto ha llevado a que comiencen a vislumbrarse en la escena internacional otras válvulas de escape que, si bien resultan cuestionables en términos del derecho de la OMC, proporcionan una respuesta mucho más rápida y efectiva que las medidas de salvaguardia

o *antidumping*. Éste es el caso, por ejemplo, de las licencias no automáticas.

Dentro de los países que más utilizan este tipo de medidas a raíz de la crisis, destacan Argentina e Indonesia. Actualmente, Argentina requiere licencias no automáticas bajo diecisiete regímenes distintos, para la importación de unas cuatrocientas posiciones arancelarias (de las cuales, casi la mitad fue implementada a partir de octubre de 2008). Indonesia, por su parte, reglamentó hasta la fecha licencias no automáticas para cerca de quinientos productos (Doporto, Fossati y Galperín, 2009).

Por último, un caso “atípico”, pero de gran resonancia de “proteccionismo legal”, fue la imposición por parte de Estados Unidos de un arancel “punitivo” del 35% sobre los neumáticos provenientes de China en septiembre de 2009. Esta decisión fue fundada por el Departamento de Comercio en una “salvaguardia especial” prevista en el Acuerdo de Adhesión de China a la OMC.

El resultado neto de estas tendencias no es el colapso del sistema de comercio, ni la involución de los acuerdos alcanzados durante los noventa sino, en todo caso, el desgaste considerable que sí se puede sufrir y que, de hecho, se presencia, en los márgenes. Ello pronostica rencillas comerciales para interpretar las lagunas o zonas grises de los acuerdos y, en consecuencia, un mayor movimiento en el Órgano de Solución de Diferencias de la OMC que en las negociaciones de la Ronda Doha.

#### IV. ¿Seguirá lloviendo en Macondo?

Desde esta perspectiva debemos estudiar las implicaciones más importantes de la crisis que están relacionadas con cambios estructurales en la economía mundial. Más allá de la evolución del proteccionismo en el presente ciclo, el ajuste norteamericano actual presenta características únicas, muy distintas de las del pasado. Hoy enfrenta una combinación de crisis financiera (bancos insolventes) en un contexto económico de alto nivel de endeudamiento público y privado, acompañado de rápida destrucción del ahorro familiar concentrado en el valor de las viviendas y fondos de jubilación privados, aplicados en acciones de Wall Street. Así, un cambio de paradigma económico es inevitable. Una economía netamente consumidora –el mercado consumidor más grande del mundo– pasará a ser una economía en la cual el sector exportador volverá a jugar un papel importante, asemejándose más a las economías alemana o japonesa del presente, ambas exportadoras netas de larga data. En EE UU el consumo privado representa el 70% del PIB norteamericano. Por ello, históricamente la recuperación del crecimiento del PIB estuvo apoyada en el estímulo fiscal y financiero para reactivar el consumo doméstico y generar nuevas inversiones en la construcción de viviendas. La crisis actual tiene características inéditas que hacen imposible que el con-

sumo y el sector de viviendas continúen como motores de la recuperación económica. El anuncio del presidente Obama en el discurso sobre “El Estado de la Unión” de enero de 2010 de duplicar las exportaciones en cinco años y de completar los acuerdos con Panamá, Colombia y Corea del Sur va en esa dirección sin duda.

El ciclo económico-financiero-comercial de las últimas dos décadas, durante el cual Estados Unidos sostuvo un marcado déficit en cuenta corriente mientras dio lugar a la acumulación de excedentes de exportación, podría estar llegando a su fin. El equilibrio global entre un elevado déficit en cuenta corriente estadounidense acompañado de financiamiento internacional y promoviendo bajas barreras al comercio en los países receptores puede haber perdido sus cimientos.

La primera economía mundial puede transformarse de lo que ha sido hasta ahora, fuente de demanda y consumidora neta, a ser proveedora mundial en los próximos años. Para estimular la demanda de exportaciones la Administración Obama impulsa otras medidas. En el marco del G-20 presionó a la Unión Europea, Japón y China a estimular el consumo doméstico y, por ende, a sostener los flujos comerciales. Sólo el último país parece haber reaccionado hasta ahora. Las implicaciones de corto y mediano plazo para la región son profundas. Por un lado, al caer la demanda interna de Estados Unidos y aumentar la presión

por la salida exportadora, habrá nuevas presiones comerciales. Por otro lado, los países deberán hacer frente tanto a la caída de la demanda como del financiamiento externo. Esto podría representar una ventana de oportunidades para reformular la conjunción entre demanda interna y externa que primó desde principios de los años noventa, lo que, a su vez, puede dar lugar a un nuevo equilibrio entre el Estado y el sector privado, entre capital y trabajo.

Este cambio de paradigma tendrá, sin lugar a dudas, un fuerte impacto sobre las formas que adoptará el proteccionismo en los próximos años y en el nuevo balance que seguramente se configurará entre apertura y regulación selectiva. A esto se suma el cada vez mayor peso del grupo de países emergentes globalizadores: Brasil, Rusia, India y China (los llamados BRICs), los cuales promoverán nuevas cadenas de valor global y nuevas agendas de gestión de la interdependencia.

## V. Conclusiones

El surgimiento de los nuevos globalizadores conlleva tanto nuevas especializaciones como una nueva geografía del comercio. De las gestas negociadoras pasaremos a enfrentar labores menos glamorosas pero indispensables para incentivar a las empresas a ser competitivas en el mercado global. A esto se suman las

actuales presiones sobre los gobiernos –tanto de países desarrollados como de países en desarrollo– para proteger a sus industrias y trabajadores, derivadas de la actual desaceleración de la actividad económica mundial que ha seguido a la financiera. En este escenario, las reacciones “anticíclicas” comenzaron a aflorar a lo largo y a lo ancho del mundo, en distintas formas, y con diferente intensidad. Dada su intención de contrarrestar el ciclo descendente mediante el mantenimiento de la demanda, hemos denominado a estas reacciones “proteccionismo de rescate”.

En nuestra visión, en lugar de un efecto nefasto que resulta necesariamente de las crisis económicas internacionales, el proteccionismo debe percibirse como un componente inherente al comercio internacional, que va mutando tanto en forma como en intensidad en respuesta a las distintas coyunturas que van presentándose. Se trata de reconocer que no existen épocas “negras” de proteccionismo y épocas “blancas” de librecambio, sino una permanente combinación de apertura y regulación selectiva. En el actual contexto, de más bajas tasas de crecimiento, sin duda, convivimos con un menor impulso liberalizador y un desgaste en los márgenes, con rencillas comerciales para interpretar las lagunas o zonas grises.

Si bien la protección siempre implicará una distorsión de los incentivos en condiciones normales, en épocas de crisis como la actual, y en ausencia del *first best* –la coordinación perfec-

tamente sostenida entre países-, el proteccionismo puntual, contingente, legalizado, implementado con mayor transparencia y escrutinio público puede conllevar, en el mundo del *second best*, a más y no menos bienestar. Esto puede ser incluso primordial para potenciar mayor apertura entre los países, quienes al saber que cuentan con la opción de políticas de ajustes en los márgenes, tendrán más confianza en el momento de adquirir compromisos. Pero en lo esencial, no tenemos aún una teoría que nos permita distinguir el presente ciclo de los anteriores y, por ende, los traumas inflingidos por la década de los años treinta nos siguen impidiendo tener una visión laica de la protección. En este sentido deben continuarse los esfuerzos para desarrollar nuevas herramientas analíticas para dar cuenta de las particularidades de esta nueva ola de "proteccionismo de rescate" desde el prisma de la economía política y evitar confundirla con una escalada proteccionista malsana que indefectiblemente conducirá al mundo a la hecatombe. No ha llegado el reino de la libertad; tampoco estamos en las puertas del infierno.

## Referencias bibliográficas

- Baldwin, Richard y Simon Evenett (eds.) (2009): "The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for the G20", disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3199> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2008): "BID aumenta aprobaciones", Comunicados de Prensa, disponible en <http://www.iadb.org/comunicados-de-prensa/2008-12/spanish/bid-aumenta-aprobaciones-en-2008-en-esfuerzo-para-aliviar-impacto-de-crisis-fina-5090.html> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Banco Mundial (2009a): "Informe sobre el desarrollo mundial 2009: Una nueva geografía económica", Washington DC, disponible en [http://siteresources.worldbank.org/INTWDR2009/Resources/WDR\\_OVERVIEW\\_ES\\_Web.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTWDR2009/Resources/WDR_OVERVIEW_ES_Web.pdf) (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Banco Mundial (2009b): "Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends", Trade Notes, n° 37, Washington DC, disponible en [http://siteresources.worldbank.org/NEWS/Resources/Trade\\_Note\\_37.pdf](http://siteresources.worldbank.org/NEWS/Resources/Trade_Note_37.pdf) (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Brunel, Claire y Gary Hufbauer (2009): "Money for the Auto Industry: Consistent with WTO Rules?", Peterson Institute for International Economics Policy Brief 4, disponible en: <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-4.pdf> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Carrera, Jorge (2009): "¿Qué podemos esperar del G-20?", LATN Nexos, Edición n° 7, "La crisis y el G-20: ¿perspectivas latinoamericanas?", disponible en <http://www.latin.org.ar> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- CEPAL (2008a): "Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe-2008", Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile, disponible en <http://www.cepal.org> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- CEPAL (2008b): "Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2007. Tendencias 2008", Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile, disponible en <http://www.cepal.org> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- CEPAL (2009a): "Panorama social de América Latina 2009", Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile, disponible en <http://www.cepal.org> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- CEPAL (2009b): "Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2008-2009. Crisis y espacios de cooperación regional", Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile, disponible en <http://www.cepal.org> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Dam, Kenneth (1977): *The GATT: Law and International Economic Organization*, University of Chicago Press, Chicago.
- Doperto Miguez, Ivana, Verónica Fossati y Carlos Galperín (2009): "Crisis y medidas comerciales: regreso al proteccionismo?", *Revista del CEL-Comercio Exterior e Integración*, n° 15, pp. 89-123.
- FMI (2009): "The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor", Staff Position Note 0925, disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org) (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Hufbauer, Gary, Luca Rubini y Wong Yee (2009): "Swamped by Subsidies: Averting a US-EU Trade War after the Great Crisis", Peterson Institute for International Economics *Policy Note*.
- Krugman, Paul (2009): "Protectionism and Stimulus (Wonkish)", *New York Times*, 1 de febrero de 2010, disponible en: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/02/01/protectionism-and-stimulus-wonkish> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Markheim, Daniella y Terry Miller (2009): "Global Trade Liberalization Continues, But Risks Abound", Heritage Foundation, Background #2320, disponible en: <http://www.heritage.org/Research/tradeandeconomicfreedom/bg2320.cfm> (visitado por última vez el 22/2/2010).

- OCDE (2009): "Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth", París, disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/59/45/42983414.pdf> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Organización Mundial de Comercio (2009): "Informe sobre el Comercio Mundial 2009: Compromisos de política comercial y medidas de contingencia. ¿Cómo puede permanecer abierto el comercio en tiempos de crisis?", Publicaciones de la OMC, Organización Mundial del Comercio, Ginebra.
- Rodrik, Dani (2009): "El mito del aumento del proteccionismo", Project Syndicate, disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik36/Spanish> (visitado por última vez el 22/2/2010).
- Strange, Susan (1979): "The Management of Surplus Capacity or How Does Theory Stand up to Protectionism 1970s Style", *International Organization*, n° 3(3).
- Strange, Susan (1985): "Protectionism and World Politics", *International Organization*, n° 39(3).
- Trebilcock, Michael y Robert Howse (2007): *The Regulation of International Trade*, Routledge, Londres y Nueva York.
- Tussie, Diana y Gabriel Casaburi (1991): "Apertura y Regulación Selectiva: Un Nuevo Sistema de Comercio Internacional", *Investigación Económica*, n° 196, pp. 11-45.
- Tussie, Diana y Pablo Heidrich (2008): "Políticas Económicas y Comerciales de la Nueva Izquierda: ¿Populistas o Conservadoras?", *Revista Política y Gestión*.
- Tussie, Diana y Pablo Trucco (2009): "Invitados o colados en la élite global? El G-20 y la robustecida influencia de los mercados emergentes", disponible en <http://www.flacso.org.ar/rrii/publicaciones.php> (visitado por última vez el 22/2/2010).

## Notas

- <sup>1</sup> La desorganización del mercado se presenta cuando las importaciones aumentan rápidamente, en términos absolutos o relativos, de tal forma que sean una causa importante de daño grave o amenaza de daño grave a la rama de producción nacional de dichas mercancías.
- <sup>2</sup> Véase Código de los Estados Unidos, Título 41, Sección 10 (a-d).
- <sup>3</sup> Las medidas en la base de datos de GTA son calificadas como “verdes”, “ámbar” o “rojas”. El color rojo identifica a aquellas medidas ya implementadas por un país que muy probablemente afectarán intereses comerciales extranjeros. El color ámbar corresponde tanto a las medidas ya implementadas que pueden tener efectos distorsivos en el comercio global como a las que han sido anunciadas o están “bajo consideración” y que, de llegar a concretarse, podrían afectar negativamente a los intereses comerciales extranjeros. Nos referiremos a las medidas “rojas” y “ámbar” como medidas “distorsivas o potencialmente distorsivas”.
- <sup>4</sup> Cabe destacar que la base GTA registra toda la “actividad” en materia de *antidumping*, y no solo el inicio de nuevas investigaciones (así, por ejemplo, se registra también la imposición de derechos *antidumping* provisionales, definitivos, las revisiones o “*sunset reviews*”, etc.).

## Desafíos y oportunidades para el rol del Estado en la post-crisis

### **Resumen:**

La crisis financiera global que emergió en los mercados de países desarrollados dejó en evidencia las serias falencias de un enfoque de la política económica que confiaba en la autorregulación de los mercados y minimizaba el rol del Estado. El escenario de post-crisis exige una reformulación del papel del Estado. Para América Latina y el Caribe dicho desafío se da además en el contexto de cambios en el orden productivo mundial que amenazan su posición en la economía global. Aunque varios países de la región sortearon con éxito la crisis, es preciso re-pensar el rol del Estado en cuatro áreas clave: los objetivos de una macroeconomía para el desarrollo, las políticas de desarrollo productivo en un mundo global, la reducción de las desigualdades en el mercado laboral y de las brechas sociales asociadas a las insuficiencias de las instituciones de protección social. Dicha redefinición debe darse además tomando en cuenta la incrementada demanda por transparencia en la acción pública y privada y por participación ciudadana en la definición y ejecución de las políticas públicas.

### *Palabras clave:*

políticas públicas, crecimiento económico, desarrollo productivo, equidad

### **Abstract:**

The global financial crisis which emerged in developed countries markets gave evidence of the shortcomings of an economic policy approach which believed in self-regulation of markets and minimized the role of the State. The post-crisis reality demands a reformulation of the role of the State. Latin America and the Caribbean countries face this challenge in a context of ongoing changes in the world production structure that threaten its position in the global economy. Although many Latin American and Caribbean countries were successful in overcoming the crisis, four key areas of policy-making need to be redefined: The goals of a development-oriented macroeconomic

policy, the role of the State in productive development policies in a globalized economy, in the abatement of inequities in the labor market and of social differences caused by inadequacies of social protection institutions. Such redefinitions have to be carried out in the context of heightened demands for transparency in public and private actions, and for citizens' participation in the definition and execution of public policies.

*Key words:*

public policies, economic growth, productive development, equity

## Desafíos y oportunidades para el rol del Estado en la post-crisis

### I. Introducción

La reciente crisis internacional no sólo produjo la mayor contracción del nivel de actividad mundial desde la Gran Depresión, sino que además hizo evidente la urgencia de replantear la manera de ver la economía y el rol de la política pública. La crisis desnudó las serias falencias de un enfoque de política que en forma ingenua confió casi exclusivamente en la capacidad de los mercados para autorregularse, minimizando y debilitando el papel del Estado. También hizo evidentes las falencias en el campo ético y de la transparencia que caracterizaron a agentes claves de los mercados y su escasa obligación de rendición de cuentas (*accountability*) ante la sociedad que sufrió las consecuencias de sus acciones. El mundo fue testigo de una de las mayores crisis de la época moderna, con enormes pérdidas

de riqueza y la práctica evaporación de instituciones que se suponía sólidas. De hecho, en el momento más álgido de la crisis, parte importante del mercado financiero de varios países desarrollados, que por décadas exhibieron un fuerte crecimiento, desapareció en sólo dos semanas. El efecto sobre el resto de la economía y para varios países menos desarrollados fue devastador, con significativas pérdidas de producto, empleo y consecuencias sociales que aún quedan por materializarse y que seguramente podrían prolongarse por mucho tiempo si fallamos en comprender los cambios necesarios en la acción pública que el contexto post-crisis demanda.

En medio de estas turbulencias, no obstante, fue alentador constatar la capacidad de aprendizaje de previas crisis, las que en su momento fueron agravadas por la inacción del Estado. Así, inclusive en países desarrollados

en los cuales más se cuestionó la acción pública, esta vez ha sido el Estado el agente clave en la contención de la crisis. Del mismo modo, será la acción pública la que incidirá decisivamente en la forma y velocidad con que cada país supere la actual coyuntura y enfrente los desafíos y oportunidades que surgirán del nuevo escenario económico mundial que ha comenzado a configurarse.

Se presentan en consecuencia nuevos desafíos para una política pública que busca proyectar la región hacia mayores alturas, tanto en lo referente a las dimensiones productivas como en las sociales, de equidad, ciudadanía y comportamiento ético de los agentes económicos. Se abren al mismo tiempo nuevas oportunidades para re-pensar el desarrollo, sobre una base más realista sobre el funcionamiento de los mercados y el rol del Estado, imbuida además de un claro sentido ético, de justicia social y de profundización de la democracia. Sobre alguno de los principales aspectos de esos desafíos, desde el punto de vista de América Latina y el Caribe, nos referimos a continuación.

## II. Los desafíos de la política pública

### Objetivos de una macroeconomía para el desarrollo

Como consecuencia de la crisis financiera el 2009 fue un año de retrocesos en materia de

crecimiento económico, empleo y condiciones sociales en la región. No obstante, podemos constatar, con ciertas excepciones en Centroamérica y el Caribe de habla inglesa, que la región soportó las turbulencias externas con resultados apreciablemente mejores que en experiencias previas. Ello radica en significativas transformaciones en las políticas macroeconómicas en numerosos países de la región en los años previos.

En efecto, la endémica inestabilidad del crecimiento a partir de la década de los setenta, originada tanto en desequilibrios internos como en frecuentes turbulencias externas, dio pie a partir de mediados de los noventa a significativas mutaciones en el comportamiento macroeconómico. Más allá de las diferencias entre países, el resultado general de estos cambios se caracteriza por una situación fiscal más consolidada, con mejoras en los perfiles de endeudamiento público externo e interno, reducción de los desbalances externos, inclusive con superávit y significativa acumulación de reservas internacionales en varios casos, persistentes caídas en los niveles inflacionarios alcanzando sostenidamente y en numerosos países registros anuales inferiores a un dígito<sup>1</sup>. De este modo, cuando la crisis se hizo sentir en la región a través de los diversos canales comerciales y financieros, varios países contaban con espacios de acción contracíclica para moderar los efectos del shock externo y evitar la secuencia de encadenamientos procíclicos

que en el pasado exacerbaban los efectos económicos y sociales de esas turbulencias<sup>2</sup>. Ilustrativo de dicha mayor solidez de las economías de la región es que durante la presente crisis la gran mayoría de los casos no requirió apoyo externo, en la forma de financiamiento para la balanza de pagos, y que haya sido muy reducido el uso efectivo de recursos provenientes de instituciones financieras multilaterales<sup>3</sup>.

Con todo, y habida cuenta de diferencias entre países dentro de este positivo cuadro general, no cabe ser autocomplaciente con los avances registrados por cuanto aún permanecen significativos retrasos, particularmente en las áreas de pobreza, distribución del ingreso y condiciones sociales de vida y laborales, para cuya superación el desempeño macroeconómico representa una condicionante decisiva.

Así, a pesar de haber experimentado una de las fases de crecimiento sostenido más largas de los últimos cuarenta años, los avances en materia de reducción de la pobreza y de la concentración del ingreso, así como mejoras en las condiciones de vida, son insuficientes como para estar satisfechos<sup>4</sup>. La superación de esos rezagos requiere de acciones en numerosos aspectos que exceden el ámbito de las políticas macroeconómicas, varios de los cuales se abordan más adelante. Abordamos aquí cuáles serían las principales contribuciones de la política macroeconómica al desarrollo.

El crecimiento económico es condición indispensable, aunque no suficiente, para el

avance en los niveles de bienestar, de equidad y en la reducción de la pobreza en un contexto de razonable estabilidad. La estabilidad, no obstante, no debe ser entendida como un concepto unidimensional referido solo a magnitudes nominales, tales como la inflación y los agregados monetarios. Una visión más completa abarca sin duda aspectos reales como la minimización del desempleo, o mejor dicho la utilización máxima de las capacidades humanas y físicas disponibles. Tal como lo demuestra la dolorosa experiencia en nuestra región, el descuido de la preocupación por el desempleo puede generar niveles de tensión social que tornen inútiles los esfuerzos por estabilizar la inflación. El primer desafío es, entonces, la adopción en forma consensuada por toda la sociedad, de un marco de políticas macroeconómicas que potencie el crecimiento y abra espacio para las políticas necesarias a la creación de capacidades humanas, mejoramientos distributivos y reducción de la pobreza.

La piedra angular del crecimiento es la creación de capacidades, entendida como la acumulación de capital productivo, científico y tecnológico, la creación de la infraestructura necesaria y el ensanchamiento de las capacidades humanas mediante la educación, el fortalecimiento del aprendizaje y la innovación. Pero como sabemos, en todas esas áreas clave nuestra región exhibe rezagos, resultado en gran medida de la debilidad del Estado para liderar las actividades allí donde es indispensable y

para apoyar el emprendimiento privado. Así, las tasas de inversión en general son muy menores a las alcanzadas por aquellos países que antes eran no desarrollados y que hoy están en camino de serlo, la infraestructura está lejos de alcanzar grados de suficiencia, los logros en materia educacional, tanto en el acceso como especialmente en lo referente a su calidad, tampoco son comparables a los de esos países, a la vez que exhiben un gran retraso los avances en materia de apoyo a la innovación y el desarrollo científico-tecnológico<sup>5</sup>.

Por ello, progresivamente y en especial en vistas de los desafíos para la competitividad que enfrentará la región en el nuevo orden productivo global que está emergiendo como resultado del acelerado cambio tecnológico y la irrupción de Asia como futuro principal centro manufacturero mundial, se hace evidente la necesidad de que la región recupere las capacidades públicas para apoyar la inversión en la creación de capacidades, en el sentido amplio señalado anteriormente.

A través de los años y en diversos estudios, la CEPAL ha enfatizado la necesidad de alcanzar un nuevo pacto fiscal como uno de los elementos centrales en la recuperación de la senda del crecimiento<sup>6</sup>. Este nuevo acuerdo social debiera caracterizarse, en materia de gastos, por la recuperación de la capacidad del Estado para apoyar directamente y en asociación con el sector privado, la creación y expansión de la infraestructura necesaria para el

desarrollo, la provisión creciente de bienes públicos de calidad (salud, educación, seguridad) la protección social de los más desvalidos, la reducción de la pobreza y en especial de la indigencia, el apoyo al emprendimiento de grupos medios que buscan elevar su dotación de capital (PYMES, inversión en vivienda) y el emprendimiento innovador, entre los principales. A la vez, un nuevo acuerdo social debe establecer bases seguras para el enfrentamiento de las necesidades del desarrollo, mediante cargas tributarias acordes con el nivel de desarrollo de cada país, con estructuras equitativas y eficientes de recaudación.

La experiencia regional en estas materias exhibe serias deficiencias, con baja carga tributaria en relación al nivel de desarrollo alcanzado, prevalencia de impuestos indirectos de carácter regresivo, numerosos mecanismos de evasión y elusión que agravan la inequidad del sistema y en general niveles de recaudación que no hacen posible solventar establemente los programas de contenido social sin incurrir en déficit que luego amenazan su continuidad. Además, por cuanto esas bajas cargas tributarias en relación a las necesidades del desarrollo no contribuyen a crear espacios para la acción contracíclica, son una fuente de vulnerabilidad de las economías y de las condiciones de vida ante situaciones externas adversas.

Si bien el desafío señalado puede no parecer novedoso en vistas del decepcionante crecimiento de las últimas tres décadas y las

repetidas experiencias de desequilibrios fiscales, con ciertas excepciones durante el período de auge reciente, adquiere sin embargo una nueva urgencia en el contexto de un mundo crecientemente globalizado y competitivo, y por las nuevas exigencias de equidad, transparencia, comportamiento ético y rendición de cuentas que surgen de una mayor conciencia ciudadana así como también por la mayor demanda de participación en los procesos de decisión gubernamental. Además, como sabemos, la habilidad para competir en un mundo globalizado no depende únicamente de las ventajas de productividad en determinado rubro aislado. Más bien la competitividad tiene un carácter sistémico, siendo las ventajas en una rama determinada el resultado de su interacción con los componentes del resto del aparato productivo e institucional. Para explicarlo brevemente, a través de la competencia por medio de la exportación de servicios al resto del mundo, compiten también indirectamente el resto de las instituciones, privadas y públicas, mediante su grado de eficiencia, la calidad de sus políticas y crecientemente los países competirán también mediante su respeto por estándares universalmente aceptados de calidad de la vida laboral y por normas ambientalmente sostenibles de producción. Es en dicho nuevo contexto que el pacto fiscal necesario encuentra un renovado sentido, el que ahora más que nunca deberá reconocer el carácter sistémico,

y por tanto de origen colectivo y de amplio consenso, que debe sustentar una estrategia de crecimiento basada en la competitividad.

Una trayectoria predecible y sostenible para las finanzas públicas, al evitar excesos de gasto público, es una de las principales contribuciones de la política fiscal a la estabilidad de precios. Con ello la política monetaria puede orientarse hacia objetivos de estabilización de mediano plazo sin tener que incurrir en elevadas tasas de interés que encarecen el crédito, reducen la inversión y, por ende, sacrifican crecimiento futuro. Por el contrario, como lo atestiguan numerosos ejemplos en la región, un sostenido déficit público, en conjunto con una política monetaria contractiva, se expresará en fuertes alzas del costo del crédito, pérdidas de producción, particularmente entre las PYMES, y reducciones significativas de la inversión con efectos negativos duraderos para el crecimiento y el empleo.

Aún más, finanzas públicas sostenibles en el tiempo posibilitan, cuando ello sea necesario, una acción fiscal contracíclica, evitando pérdidas de producción y empleo, contribuyendo así al logro de una mayor estabilidad (en el sentido amplio), lo que contribuye a elevar el crecimiento de largo plazo.

En forma complementaria a las políticas fiscal y monetaria, los objetivos para un régimen cambiario que apoye la estabilidad y el crecimiento se refieren a evitar sobrevaloraciones de la moneda nacional que alimenten

déficit externos y afecten la asignación de recursos en contra de las actividades de exportación y sustitución eficiente de importaciones. Además ello contribuiría a aminorar o evitar comportamientos especulativos en contra del tipo de cambio y a proveer un mecanismo para amortiguar los efectos sobre la economía interna que se derivan de las fluctuaciones en los precios externos y en las condiciones del mercado financiero internacional. Como señala la teoría y la experiencia, no caben recetas únicas en relación al régimen cambiario. Lo que sí es claro, no obstante, es que en ausencia de políticas fiscales y monetarias coherentes con el objetivo de crecimiento y estabilidad, es muy difícil que la política cambiaria cumpla con los objetivos aquí señalados.

A su vez, un entorno de inflación baja y predecible y tasas de interés moderadas es una condición básica para el desarrollo del sistema financiero. Las políticas que favorecen el acceso al financiamiento por parte de sectores excluidos (tales como el microcrédito y los esquemas de garantías) y el fomento al desarrollo de nuevos mercados para el financiamiento de la inversión (de las empresas y los hogares) y la innovación, son elementos cruciales para una estrategia de desarrollo financiero orientado al crecimiento y la inclusión. No obstante, esas políticas pueden ver seriamente erosionada su efectividad por un entorno macroeconómico inestable, lo que nos retrotrae nuevamente al rol estratégico que cumple

el logro de un nuevo pacto fiscal en los términos señalados anteriormente.

### **Lineamientos para las políticas de desarrollo productivo**

En la sección anterior se abordaron temas eminentemente macroeconómicos. Sin embargo, tal como subyace en la visión estructuralista de la CEPAL, el fenómeno del crecimiento económico y las políticas que lo apoyan poseen una dimensión sectorial insoslayable. Desde el inicio de las teorías del crecimiento económico se ha señalado que éste se da en forma disímil entre las diferentes ramas productivas, unas llevando la delantera durante ciertas épocas, para ser luego sustituidas en ese liderazgo. Otras visiones destacan que los avances en determinadas tecnologías ocasionan desequilibrios dinámicos entre los niveles de productividad de las diferentes ramas, que mediante el proceso de difusión tecnológica elevan el crecimiento global. A su vez, las teorías que destacan la innovación como fuente de crecimiento señalan a la búsqueda por mayor rentabilidad como el impulso de la creación diferenciadora, que, al tiempo que destruye viejas oportunidades, da origen a nuevas formas para elevar la productividad.

La efectividad con que el impulso innovador se traduce en un crecimiento del conjunto del aparato productivo depende de las características de la estructura productiva e institucional, que determina cuán intensos

son los lazos o encadenamientos productivos de los sectores innovadores con el resto de la economía y cuán rápido y profundo es el proceso de difusión tecnológica. Así, industrias de enclave que exhiben bajos encadenamientos productivos no serán particularmente eficientes en difundir su impulso hacia el resto. Del mismo modo también será un obstáculo para la difusión del progreso tecnológico una institucionalidad insuficiente, en términos de la formación de capacidades científicas y tecnológicas, de la provisión del financiamiento necesario así como también marcos legales poco favorables para que los innovadores puedan beneficiarse de su esfuerzo y cubrir los costos incurridos en ese proceso y obtener una rentabilidad que recompense el riesgo incurrido.

Es en tal sentido que la CEPAL ha señalado que la elevada heterogeneidad estructural prevaleciente en la región, en términos de fuertes diferencias en los niveles de productividad y capacidades para generar y adoptar progresos tecnológicos, es una de las principales fuentes del bajo crecimiento en la región. La coexistencia de sectores modernos con otros retrasados y de baja productividad se caracteriza por escasas relaciones de encadenamiento productivo y baja difusión del avance tecnológico, lo que redundará en magro crecimiento y escasa competitividad sistémica.

En razón de ello, los objetivos de las políticas de desarrollo productivo apuntan, en pri-

mer lugar, a reducir esa heterogeneidad, apuntando a elevar la productividad de los sectores más rezagados, y a establecer un marco institucional en apoyo de la innovación y la difusión de los avances científicos y tecnológicos. Ello supone formular estrategias y políticas orientadas a superar las exclusiones y barreras en las múltiples dimensiones que son causa de las diferencias de productividad: segmentación de los mercados tecnológicos y financieros, que se traducen en la exclusión de las PYMES, diferente acceso a insumos productivos clave (energía e infraestructura industrial) y a mercados de exportación, entre los principales. En suma, se trata de adoptar políticas que promuevan la existencia de un “campo nivelado” de las oportunidades para la elevación de la productividad y la superación de exclusiones.

En segundo lugar, la política de desarrollo productivo debe orientarse a elevar la intensidad de los lazos productivos, promoviendo una mayor interacción a lo largo de la cadena productiva entre empresas grandes, medianas y pequeñas mediante las políticas de *clusters*, y fomentar la asociatividad de medianas y pequeñas empresas como fuente de ganancias de economías de escala en la producción y la adquisición de insumos.

En tercer lugar, la creación de un marco institucional proclive a la innovación y que apoye la difusión del progreso tecnológico es, como se señaló, un aspecto clave del crecimiento y de las políticas de desarrollo productivo. Las

dimensiones de este desafío son muy variadas y por tanto imposibles de cubrir en un breve ensayo. Abarcan desde el establecimiento de un sistema de innovación, integrado por universidades, incubadoras de empresas, sistemas de financiamiento apropiados (como el capital de riesgo y las líneas de financiamiento directas de parte de las agencias de desarrollo), instituciones de capacitación, y la definición de espacios de alianzas público-privadas para el emprendimiento, hasta leyes que regulan la propiedad intelectual y los instrumentos (por ej. patentes) mediante los cuales se busca promover la innovación productiva.

Por último, la CEPAL ha destacado el rol catalizador que puede desempeñar el sector público, adoptando prácticas modernas y adelantos tecnológicos a lo largo de toda la cadena de servicios públicos (ej.: sistemas tributarios, registros públicos, compras públicas de bienes y servicios, administración moderna de la medicina, entrega de información, etc.) que, mediante reducciones de costo y mejoras de calidad, eleven la productividad global de la economía.

### **Principales rasgos de las políticas para disminuir las desigualdades**

#### *a. Reduciendo las desigualdades en el mercado laboral*

La situación del mercado laboral en América Latina y el Caribe explica gran parte de las

desigualdades económicas y sociales en nuestra región. La cantidad y calidad del empleo, específicamente los ingresos laborales, determinan en gran medida el bienestar material de los hogares. También resultan decisivas las brechas entre los ingresos laborales y el acceso a la protección social de los diferentes grupos de la fuerza de trabajo según sus características en términos de educación, experiencia, género, zona de residencia y otros factores.

A su vez, la elevada heterogeneidad estructural del aparato productivo de la región se expresa en marcadas diferencias entre las características del empleo según el sector de inserción laboral. En efecto, personas con calificaciones similares pueden tener empleos muy diferentes en términos de ingresos, acceso a la seguridad social y estabilidad laboral. Esto se debe en parte a las amplias brechas de productividad entre diferentes sectores productivos y al hecho de que la institucionalidad laboral y social formal solo abarca una parte de la fuerza laboral. En efecto, el sector informal representa una proporción muy alta de la población activa en la región, donde esta institucionalidad laboral no está vigente y se caracteriza por una elevada precariedad, bajos ingresos y escasa protección social. Por su parte, son más desventajosas y menos reguladas las condiciones para las mujeres, para las minorías étnicas y para los jóvenes.

Durante las últimas décadas, muchos países de la región realizaron reformas a la

institucionalidad laboral. Muchas de las medidas buscaban desregular y flexibilizar el mercado laboral, con el objeto de promover una mejor asignación de los recursos humanos y por esa vía elevar la generación y la calidad de los empleos. Dicho objetivo en general dista mucho de ser alcanzado por este medio<sup>7</sup>. Si bien, una mayor flexibilidad del mercado de trabajo podría favorecer la capacidad de ajuste en el corto plazo, en la práctica ha tendido a traducirse en contratos de menor duración y una mayor inestabilidad en los puestos de trabajo. Dado que el desarrollo de nuevos conocimientos y habilidades específicas requiere de una mayor estabilidad en el empleo, una mayor rotación laboral habría significado de hecho pérdidas de capital humano y de aumentos de productividad. En consecuencia, el aporte neto al crecimiento de mayores grados de flexibilidad laboral está lejos de ser un resultado cierto. A su vez, cabe legítimamente interrogarse acerca de la validez del debate, en vistas de la elevada participación del sector informal en la generación de empleo, que se caracteriza por una baja prevalencia de relaciones laborales formales y, por tanto, elevada flexibilidad *de facto*. En ese marco, las ganancias netas de las reformas, si es que existían, eran de un orden marginal.

Los objetivos de una política orientada a la promoción de mayores niveles de equidad y justicia en el campo laboral (y con ello, reducción de las desigualdades entre los hogares) se

refieren al aumento de los ingresos y mejoras en las condiciones laborales, la inclusión laboral y la eliminación de las discriminaciones. Si bien no existe un camino único para tal propósito, la CEPAL ha propuesto ciertas orientaciones generales.

En primer lugar, la elevación duradera de los ingresos laborales descansa centralmente en una mayor productividad y mejor educación para todos, reforzando además los instrumentos de formación profesional y capacitación. A su vez, es necesario contrarrestar las diferencias de poder que caracterizan al mercado laboral en la región, reforzando la negociación colectiva, no solo para una mejor distribución de ingresos sino también como mecanismo para construir acuerdos socio-laborales sostenibles.

En un plano asociado con lo anterior y no obstante las controversias que suscita, el salario mínimo posee un importante potencial distributivo. El resultado final depende, no obstante, de las características específicas de la estructura salarial y laboral de cada país. Así, debe tenerse en cuenta la incidencia del empleo generado por las PYMES y su nivel de productividad, por cuanto dicho sector absorbe buena parte del trabajo no calificado, que suele recibir remuneraciones cercanas al mínimo legal.

En segundo lugar, la mejora en las condiciones laborales plantea como primera exigencia la institucionalización de aquellas relaciones laborales en el sector formal que se

caracterizan por la falta de acceso a los derechos laborales generales, en particular en el caso de la subcontratación, el empleo temporal y el trabajo a domicilio.

En tercer lugar, es preciso reforzar los instrumentos de fomento de la inserción laboral de calidad para colectivos que enfrentan obstáculos especiales. En el caso de las mujeres son indispensables las políticas de conciliación entre la vida laboral y familiar para reducir las brechas tanto del acceso mismo al mercado laboral como de las condiciones de esta inserción. Por otro lado, para promover el acceso de los jóvenes a empleos de buena calidad, en adición a las mejoras en la cobertura y calidad de la educación y eliminación de las discriminaciones, es preciso establecer mecanismos que apoyen la transición desde el mundo escolar hacia el mundo del trabajo (sistemas de prácticas y pasantías, etc.) así como también fortalecer la capacitación y la intermediación laboral.

Finalmente, es preciso fortalecer los mecanismos de protección al desempleo, contribuyendo a la vez a una mayor eficiencia en la búsqueda de empleo. Pocos son los países en la región que cuentan con un seguro de desempleo, y generalmente se señalan limitaciones de recursos para explicar su ausencia, a pesar de que varios países del mundo introdujeron dichos sistemas cuando tenían un ingreso similar a muchos países latinoamericanos. A la vez, es necesario mitigar la vulnerabilidad de los

trabajadores del sector informal por medio de mecanismos no contributivos de protección social y de instrumentos de desarrollo productivo orientados a los sectores en los cuales estos se insertan de manera mayoritaria (pequeñas y microempresas).

#### *b. Reduciendo las brechas sociales*

La reflexión del apartado anterior se centra en el mercado laboral como principal determinante de las desigualdades sociales. Abordamos aquí brevemente otros aspectos del problema que también forman parte de los desafíos para el Estado en la post-crisis.

La distribución secundaria del ingreso, es decir aquella consistente principalmente en transferencias, posee dos grandes componentes. En primer lugar están los sistemas de pensiones por retiro, viudez e invalidez, y por otra parte las transferencias en la forma de sistemas de protección de los desempleados y subsidios para enfrentar situaciones de bajos ingresos, pobreza e indigencia.

En relación a los sistemas de pensiones, la CEPAL ha desarrollado numerosos estudios y propuestas. Así, luego de décadas de recorrer y combinar diversas opciones de regímenes contributivos de reparto y modelos de capitalización individual de administración privada, la agenda de reformas incorpora hoy una mayor presencia de sistemas solidarios no contributivos, de pensión uniforme con cobertura universal o focalizada<sup>8</sup>. El objetivo es evitar la

pobreza durante la vejez y mitigar el grado en que los sistemas de pensiones transfieren intertemporalmente las desigualdades de los mercados de trabajo, que restringen y/o excluyen a ciertos segmentos de la posibilidad de generar ahorros para la etapa de retiro laboral. Con todo, tal como ocurrió con la experiencia con regímenes de reparto, la calidad de esta política descansará en la capacidad para llegar a un pacto fiscal que le otorgue solvencia intertemporal a los compromisos adquiridos por los sistemas solidarios complementarios.

Por otro lado, la desocupación constituye un flagelo que afecta no sólo a los ingresos del hogar sino al ánimo de las personas y su integración social. Un seguro de desempleo que sólo llegue a los trabajadores del sector formal será insuficiente para cubrir a los sectores más desprotegidos. Como se señaló más arriba, es preciso un sistema más amplio, capaz de identificar e incluir a los ocupados que carecen de seguridad social. Dadas las complejidades inherentes a la identificación del trabajador informal desocupado, por el momento las respuestas más factibles son los programas de apoyo a empleos de emergencia y el subsidio a la capacitación de quienes buscan trabajo.

Por otra parte, la región ha exhibido una progresiva capacidad para gestionar transferencias directas de ingreso, merced al progresivo avance en materia institucional que requiere la correcta operación de esos sistemas. No obstante, diversos indicadores señalan que, si bien

son positivos sus efectos en términos de reducción de brechas de ingresos, su magnitud en términos de recursos es aún insuficiente para compensar las desigualdades que surgen de las diversas inserciones y exclusiones del mercado laboral.

Como ha sido señalado anteriormente por la CEPAL, la educación es uno de los eslabones de una política de reducción de brechas sociales e inclusión con mayores externalidades positivas para el desarrollo. Es preciso ampliar su cobertura, calidad y acceso a los distintos sectores de la sociedad. Una agenda pro-educación debe buscar: ampliar la cobertura de educación preescolar y la jornada escolar al tiempo que procure una mayor tasa de conclusión de la educación secundaria en los quintiles más bajos.

La educación preescolar puede cumplir el doble propósito de nivelar las capacidades de aprendizaje al inicio de la trayectoria educativa y, junto con la ampliación de la jornada escolar, permite reducir las horas de los adultos (sobre todo las mujeres) dedicadas al cuidado de los niños y las niñas menores. Ello promueve el acceso de las mujeres al mercado laboral y puede posibilitar el aumento de los ingresos monetarios de los hogares. Pese a las mejoras, la cobertura de los servicios de cuidado infantil en los países de América Latina y el Caribe es insuficiente. La cobertura preescolar en niños de tres a cinco años está fuertemente estratificada, con un acceso proporcional al

ingreso de los hogares, donde la menor cobertura afecta a niños de hogares pobres y vulnerables a la pobreza.

Por su parte, la conclusión de educación secundaria es decisiva para la inclusión social por vía educativa, otorgando un conjunto de conocimientos y capacidades básicas necesarias para enfrentar el mercado de trabajo y salir de la pobreza. Sin embargo, en nuestra región la conclusión de la educación secundaria está fuertemente estratificada, por lo que la educación en este caso reforzaría, en lugar de contrarrestar, la reproducción intergeneracional de la desigualdad.

Otra dimensión de la estratificación en el acceso a una educación de calidad en nuestra región es la persistencia de las brechas de aprendizaje en favor de alumnos de escuelas privadas en comparación con las escuelas públicas.

En definitiva, el abanico de políticas educativas para disminuir estas brechas es amplio e involucra necesariamente a la educación pública.

### *c. La dimensión territorial de las políticas*

Con frecuencia las heterogeneidades y exclusiones discutidas hasta aquí se dan en forma coincidente con diferencias territoriales. A su vez, las políticas en ciertos ámbitos, tal como el desarrollo de encadenamientos productivos mediante *clusters* o el apoyo a la PYME, los programas de apoyo a hogares de bajos

ingresos, etc. poseen claras dimensiones regionales. Ello hace evidente la necesidad de desarrollar mecanismos de diálogo e interacción entre las diversas regiones y la administración central del gobierno, particularmente al establecer las prioridades en el diseño de los presupuestos públicos, la principal expresión de las políticas públicas en sus diferentes ámbitos. La forma en que ello se instrumenta guarda estrecha relación con la organización de la estructura política interna (*unitaria vs federativa*), pero en todos los casos será preciso conciliar dos fuerzas que en ocasiones se contraponen. Así, las regiones poseen ventajas comparativas para identificar sus necesidades y posiblemente también al momento de adaptar la ejecución de las políticas al entorno regional. No obstante, las instancias centrales poseen ventajas al momento de procurar la coherencia y sostenibilidad en el tiempo de las diversas políticas.

Esta tensión se da con especial fuerza en materia de los presupuestos de ingresos y gastos de gobiernos regionales/estadales. La solución incompleta de este conflicto natural puede ocasionar el diseño inapropiado de programas que no tomen en cuenta las variables regionales en su diseño y aplicación, y/o en políticas que no son coherentes entre sí o bien no son sostenibles en el tiempo. El caso más grave de esto último es cuando la forma de determinar las finanzas regionales conduce a una situación de déficit fiscal sostenido a nivel nacional.

### III. Algunas reflexiones finales

La reciente crisis financiera que, valga la pena recordarlo, se originó en varios países avanzados y no en comportamientos macroeconómicos insostenibles por parte de economías menos desarrolladas, dejó en evidencia las fallas de autorregulación de los mercados, las serias falencias éticas en el comportamiento de algunos agentes privados y las bajas exigencias de rendimiento de cuentas (*accountability*) ante la sociedad por sus acciones, junto con las debilidades de un enfoque que minimizó el papel del Estado en la economía en general y en la regulación y supervisión de ciertos mercados en especial. No obstante, las consecuencias de esa crisis no se limitaron a los sistemas financieros de esos países. Los efectos también se hicieron sentir con fuerza en la región aun cuando en general esta enfrentó la crisis en mejores condiciones que en episodios anteriores<sup>9</sup>.

Los desarrollos mencionados han motivado un profundo re-examen del papel del Estado en el enfrentamiento de los desafíos del desarrollo que aquí se discutieron desde la perspectiva de América Latina y el Caribe. La discusión hasta aquí se ha referido principalmente a los objetivos estratégicos para una política pública orientada al crecimiento, la reducción de las desigualdades y la superación de las exclusiones. Pero además de exigir un replanteamiento en los objetivos de la política pública, la actual

crisis también ha otorgado nueva validez e importancia a las demandas por cambios en el Estado mismo, las que tienen su origen en una mayor voluntad de exigir los derechos inherentes a la ciudadanía. Destacamos a continuación dos desafíos que esa mayor conciencia ciudadana plantea a los Estados de la región.

En primer lugar, crecientemente ha cobrado centralidad en el examen de la conducta privada y pública la *transparencia* respecto de la forma en que se deciden las políticas y el uso de recursos, en particular de aquellos de carácter público o semipúblico<sup>10</sup>. Este desafío plantea múltiples dimensiones para la reforma de la acción del Estado, e incluyen las obligaciones de información de las decisiones de gasto; el establecimiento de sistemas de compras públicas abiertas a todos los oferentes calificados, con adjudicaciones competitivas y publicación de sus características; la obligación de declaraciones de patrimonio por parte de las autoridades antes y después de asumir sus cargos, la prevención de conflictos de interés mediante la revelación anticipada y fidedigna de las relaciones de propiedad y/o parentesco con entidades privadas o sus ejecutivos, respecto de las cuales las autoridades del Estado deban tomar decisiones que los afectan; el establecimiento de sistemas de auditoría interna en los servicios públicos, para mencionar sólo los aspectos más destacados en la discusión reciente.

Es de notar que estas exigencias de transparencia y comportamiento ético crecientemente

mente también alcanzan al comportamiento en el ámbito privado, en especial cuando un particular es proveedor privilegiado de ciertas empresas públicas, y allí donde los privados administran dineros de terceros, como es el caso de bancos, fondos de pensiones, etc. En efecto, la constatación de la influencia de las graves fallas de gobernabilidad de algunas instituciones privadas en los orígenes de la crisis, y del serio deterioro del patrimonio de fondos de pensiones que en ocasiones han resultado de la acción de ejecutivos y directores de empresas privadas, otorgará nueva importancia y urgencia a los temas de gobernabilidad de esas empresas.

En segundo lugar, durante los últimos años han cobrado mayor fuerza demandas por modificar la forma en que el Estado se relaciona con la ciudadanía, exigiéndose una mayor *participación* en el diseño y aplicación de políticas públicas. Así, la intervención pública en muchas ocasiones afecta en forma más directa ciertos grupos de personas o bien a ciertas zonas geográficas. En ambos casos, se ha constatado un significativo fortalecimiento en la voluntad de ejercer el derecho a hacerse oír con el fin de lograr un diseño y administración más participativos de las políticas.

Esto supone importantes desafíos. Entre ellos cabe mencionar la necesidad de mecanismos de consulta que compatibilicen la búsqueda del bien común y el respeto de la voluntad mayoritaria con el reconocimiento de los dere-

chos y puntos de vista de determinados grupos de ciudadanos que podrían resultar negativamente afectados. También cabe resaltar la importancia para el desarrollo democrático de evitar la captura de instituciones y políticas públicas por parte de grupos corporativos o de interés, que terminan desviando el sentido de las políticas en su propio beneficio, en lugar de promover el bien común.

En suma, la actual coyuntura ha sido muy fértil en el cuestionamiento de visiones extremas y/o ingenuas respecto del funcionamiento de los mercados y del rol del Estado, cuyas principales lecciones para la región recogemos aquí. Un nuevo consenso, que reivindica el rol de las políticas públicas en la superación del subdesarrollo y las desigualdades, en el contexto de economías globalizadas y con mayores demandas de escrutinio y participación ciudadana está surgiendo. Desde la CEPAL pensamos que ello es un gran avance.

## Notas

- 1 Estos avances está documentados en las ediciones del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, así como también en el *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe* publicados por la CEPAL.
- 2 Por ejemplo, en la experiencia anterior a esta crisis, en un marco de ausencia de holguras fiscales, caídas en la demanda externa que ocasionaban reducciones en los términos del intercambio gatillaban reducciones en el gasto fiscal, lo que se traducía en una menor demanda adicional, reforzando así los efectos del shock externo.
- 3 Varios países establecieron acuerdos contingentes con el FMI, pero en la práctica el desembolso ha sido muy reducido.
- 4 Véanse las ediciones del *Panorama Social de América Latina y el Caribe* publicados por la CEPAL.
- 5 Véase CEPAL (2008): *La transformación productiva 20 años después. Viejos problemas, nuevas oportunidades*.
- 6 En el documento de la CEPAL “El pacto fiscal. Fortalezas, debilidades, desafíos” (1998) se define el pacto fiscal como “el acuerdo socio-político básico que legitima el papel del Estado y el ámbito y alcance de las responsabilidades gubernamentales en la esfera económica y social”.
- 7 Para un análisis de la institucionalidad laboral en la región véase *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2008-2009*.
- 8 CEPAL(2006): *La protección social de cara al futuro: Acceso, financiamiento y solidaridad*.
- 9 Véase CEPAL (2009): *Estudio Económico 2008-2009* y CEPAL (2010): *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2009-2010*.
- 10 Las exigencias de transparencia no se limitan al uso de los recursos tributarios, sino también al

uso de recursos semipúblicos, es decir, aquellos que resultan de sistemas obligatorios, como es el caso de los sistemas de pensiones basados en el ahorro individual.



---

# Reseña de autores

---



## ENRIQUE ALBEROLA ILLA

Desde junio de 2009 es el Coordinador Ejecutivo de la Dirección General de Asuntos Internacionales en el Banco de España. Es Doctor por el Instituto Universitario Europeo de Florencia (1995). Tras un breve paso como profesor por la Universidad de Salamanca su carrera ha transcurrido en el banco central, primero en el Servicio de Estudios y, tras su creación en 2001, en la DG de Asuntos Internacionales, donde fue el primer responsable de la Unidad de Economías Latinoamericanas y pasó posteriormente a dirigir la División de Economía Internacional. Su principal área de especialización es la macroeconomía financiera internacional, donde ha cubierto diversos ámbitos de investigación y análisis: flujos de capitales, tipos de cambio de equilibrio, políticas fiscales, integración económica y comercial en Latinoamérica y Europa, remesas, etc. Ha publicado numerosos artículos en revistas especializadas y libros nacionales e internacionales, y participa regular y activamente en reuniones de los principales organismos financieros internacionales como el BCE, la OCDE, BIS, BID, etc. También mantiene una actividad docente en instituciones como la Universidad Carlos III o el Instituto Ortega y Gasset.

## JOSÉ ANTONIO ALONSO

Doctor en Ciencias Económicas y Catedrático de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid. Fue Director de Cooperación Económica en el Instituto de Cooperación Iberoamericana y Vicerrector en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Actualmente es Director del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI). Está especializado en crecimiento y desarrollo y relaciones económicas internacionales. Es vocal experto del Consejo de Cooperación para el Desarrollo y miembro del Committee for Development Policy de ECOSOC, de Naciones Unidas. Dirige el Máster de Cooperación para el Desarrollo y Ayuda Internacional y la revista *Principios. Estudios de Economía Política*. Tiene trabajos publicados en revistas especializadas como: *Applied Economics*, *Journal of Post Keynesian Economics*, *European Journal of Development Research*, *Revista de Economía Aplicada*, *Papeles de Economía Española*, *Principios. Revista de Economía Política*, *International Journal of Development Planning Literature* o *Información Comercial Española*, entre otras. Sus últimos libros son: *Cooperación con países de renta media*, Editorial Complutense, Madrid, 2007; *Acción colectiva y desarrollo. El papel de las instituciones*, Editorial Complutense, Madrid, 2008; y *Financiación del Desarrollo. Viejos recursos, nuevas propuestas*, Siglo XXI-Fundación Carolina, Madrid, 2009.

## ALICIA BÁRCENA

Desde el 1 de julio de 2008 asumió el cargo de Secretaria Ejecutiva de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Con anterioridad se había desempeñado como Jefa de Gabinete de Kofi Annan, anterior Secretario General de las Naciones Unidas, y como Secretaria Ejecutiva Adjunta de la CEPAL, donde se había desempeñado como Directora de la División de Medio Ambiente y Asentamientos Humanos. Con anterioridad, fue Coordinadora del Programa de Desarrollo Sostenible de América Latina y el Caribe del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y Coordinadora del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), donde estuvo a cargo del proyecto Ciudadanía ambiental. Además, fue fundadora y directora del Consejo de la Tierra, organización no gubernamental con sede en Costa Rica, encargada del seguimiento de los acuerdos emanados de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo (CNUMAD), celebrada en Río de Janeiro (Brasil) en 1992. Colaboró asimismo en la Secretaría de la CNUMAD como oficial mayor a cargo de varios temas del Programa 21. En México, fue Directora General del Instituto Nacional de la Pesca y Viceministra de Ecología durante la presidencia de Miguel de la Madrid. La amplia experiencia de Alicia Bárcena en organismos internacionales incluye su labor como consultora del Banco

Interamericano de Desarrollo (BID). Alicia Bárcena tiene una licenciatura en Biología, estudios completos de Maestría en Ecología en la Universidad Nacional Autónoma de México y obtuvo una Maestría en Administración Pública en la Universidad de Harvard.

## LINDA CURRAN

Licenciada en Relaciones Internacionales y Diplomacia (Universidad Americana), realizó un Máster en Relaciones Internacionales (Instituto Barcelona de Estudios Internacionales) y un Postgrado en Integración Regional y Relaciones Económicas Internacionales (Universidad de Barcelona). Ha sido becaria del Programa ALBAN-UE y de la Fundación Carolina. Actualmente se desempeña como Consultora del proyecto *Global Trade Alert* en la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) en Argentina. Se desempeñó como funcionaria y diplomática de la República de Nicaragua.

## RAFAEL DOMÉNECH VILARIÑO

Economista Jefe de España y Europa del Servicio de Estudios del BBVA. Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Valencia. MSc in Economics por la London School of Economics (LSE) y Doctor en Economía por la Universidad de Valencia. Ha sido Subdirector de la Oficina Económica del Presidente del Gobierno, Director del Instituto de Economía Internacional, consejero de SEPES y de CDTI. Ha sido también investigador externo de la OCDE, de la Comisión Europea, de la Fundación de Economía Analítica, del Ministerio de Economía y Hacienda y de la Fundación Rafael del Pino. Ha publicado numerosos artículos en revistas científicas de reconocido prestigio nacional e internacional sobre crecimiento, capital humano, ciclos económicos y políticas monetarias y fiscales.

## JOSÉ MARÍA FANELLI

Es Doctor en Economía por la Universidad de Buenos Aires. Está especializado en macroeconomía, moneda y finanzas. Es Investigador Titular del Área de Economía del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y pertenece al Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Ha dirigido numerosos proyectos que involucraron investigaciones realizadas en varios países en desarrollo y ha publicado extensamente en Argentina y en el exterior. Ha realizado trabajos para CEPAL, BID, el G-24, UNCTAD, IDRC y GDN. Es profesor de Macroeconomía en la Universidad de Buenos Aires (UBA) y en la Universidad de San Andrés. Dirigió la carrera de Economía de la UBA entre 1994 y 1998. Recibió el premio Konex en la categoría “Desarrollo económico”.

## SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Es en la actualidad Director del Departamento Internacional de Analistas Financieros Internacionales (AFI), empresa dedicada a la consultoría y análisis. Es economista por la Universidad Autónoma de Madrid y fue profesor en la Universidad Carlos III. Después de pasar por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid (1983-1986), ingresó en el Banco de España como titulado del Servicio de Estudios en 1986, donde ha desempeñado diversos cargos, entre ellos el de Jefe de la División de Estudios Monetarios y Financieros y el de Director del Departamento de Economía y Relaciones Internacionales (2001-2007). Entre 1998 y 2000 trabajó en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS), concretamente en el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS), que se ocupa de asuntos de estabilidad financiera internacional. Es autor de diversos estudios y publicaciones en los ámbitos de la estabilidad financiera, el desarrollo del sistema financiero, política monetaria, economía internacional y banca central.

## STEPHANY GRIFFITH-JONES

Estudió Economía en la Universidad de Chile y se doctoró en la Universidad de Cambridge. Ha trabajado en el Banco Central de Chile, en el Institute of Development Studies de la Universidad de Sussex (donde fue Professorial Fellow), en CEPAL, UNDESA, Commonwealth Secretariat y como Directora de Financial Markets, Initiative for Policy Dialogue, de la Universidad de Columbia. Ha sido consultora de numerosos gobiernos y organismos internacionales. Ha publicado más de veinte libros y numerosos artículos académicos y de prensa, sobre temas de finanzas internacionales y países en desarrollo (especialmente América Latina) y reforma del sistema financiero internacional. Su último libro, coeditado con José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz, *Time for the Visible Hand, Policy Responses to the Crisis*, ha sido publicado por Oxford University Press en 2010.

## JUAN PABLO JIMÉNEZ

Profesor en la School of International and Public Affairs (SIPA) de la Universidad de Columbia en Nueva York. Oficial de Asuntos Económicos de la División de Desarrollo Económico (DDE) de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Responsable del área fiscal de la DDE y coordinador de diversos proyectos extrapresupuestarios relacionados con el área. Previamente trabajó en el Ministerio de Economía, en el Congreso Nacional de Argentina y en el Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario como Profesor Visitante. Es autor de numerosos artículos y publicaciones en temas de desarrollo económico, política fiscal, tributación, políticas sociales y descentralización. Ha sido consultor de numerosas organizaciones, incluidas el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, PNUD, UNICEF y el Fondo Monetario Internacional. Posee una Maestría en Asuntos Internacionales de la Universidad de Columbia y otra en Economía del Instituto Di Tella.

## MIGUEL JIMÉNEZ

Economista Jefe de Europa en el Servicio de Estudios del Grupo Banco Bilbao Vizcaya (BBVA). Máster en Economía Pública por el Instituto de Estudios Fiscales y Doctor en Economía por el Instituto Universitario Europeo de Florencia. Fue profesor de Macroeconomía en la Universidad Europea de Madrid y ha trabajado en el Departamento de Economía de la OCDE, donde ha analizado temas de mercado de trabajo, pensiones, inmigración y competencia y ha seguido durante varios años la economía española desde el *desk* de España de dicha organización.

## OSVALDO LUIS KACEF

Es egresado de la Universidad de Buenos Aires y posee un Máster en Economía de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro. Actualmente es Director de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica de América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas. Anteriormente se ha desempeñado como Subsecretario de Programación Macroeconómica del Ministerio de Economía y como Director del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), ambos de la República Argentina, además de haber colaborado con diversos organismos internacionales y con entidades públicas y privadas.

## **PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS ARMAS**

En la actualidad es Directora General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España, puesto que ocupa desde 2006. Ha desarrollado su actividad profesional en esa institución, donde ingresó en el año 1983 y en la que ha ocupado diversos puestos de responsabilidad: Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica (2004-2006), Jefa de la División de Previsión y Coyuntura (1998-2004) y Economista-jefa en esa División (1992-1998). Ha sido miembro del Comité de Política Económica de la Unión Europea y del Comité de Política Monetaria del Eurosistema y, en la actualidad, es miembro del Comité de Relaciones Internacionales del Eurosistema. Entre 1980 y 1983 ejerció labores de profesorado en el Departamento de Teoría Económica de la Universidad Complutense de Madrid y en el CEU. Posteriormente ha sido también profesora en el CEMFI. Es licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Public Administration por la Kennedy School of Government de la Universidad de Harvard. Ha colaborado en diversas revistas económicas y en varias publicaciones del Banco de España.

## **FERNANDO LORENZO**

Doctor en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid. Desde marzo de 2010 es Ministro de Economía y Finanzas de Uruguay. Entre marzo de 2005 y septiembre de 2008 se desempeñó como Director de la Asesoría Macroeconómica y Financiera del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay. En el mismo ministerio fue Director de la Asesoría de Política Comercial. Entre 1997 y 2005 ejerció la Dirección del Centro de Investigaciones Económicas (CINVE-Uruguay). Es autor de numerosas publicaciones y trabajos de investigación en temas macroeconómicos, comercio internacional y métodos cuantitativos aplicados a la economía y a las finanzas. Consultor internacional en temas económicos, financieros y empresariales. Es profesor en los posgrados de Economía en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración (Universidad de la República – Uruguay) y en la Universidad ORT (Uruguay). Durante el año 2009 ejerció la Presidencia de la Red de Investigaciones Económicas del Mercosur.

## JOSÉ LUIS MACHINEA

Ha sido Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas (CEPAL) y actualmente se desempeña como Director de la Cátedra Raúl Prebisch del Instituto de Estudios Latinoamericanos en la Universidad de Alcalá (España). Ha ocupado diversos cargos en el gobierno de Argentina; entre ellos, Ministro de Economía, Presidente del Banco Central, Subsecretario de Política Económica y Subsecretario de Programación del Desarrollo. Asimismo, fue Gerente de los Departamentos de Investigaciones y Estadísticas Económicas y de Finanzas Públicas del Banco Central de la República Argentina. Además, ha trabajado en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y ha sido consultor del Banco Mundial, Presidente de la Fundación Argentina para el Desarrollo con Equidad (FADE) y Director de Investigaciones del Instituto para el Desarrollo Industrial de la Fundación Unión Industrial Argentina. Es autor de múltiples publicaciones sobre macroeconomía, desarrollo, políticas sociales y temas financieros y monetarios en libros y revistas especializadas. Ha sido expositor en numerosas conferencias, seminarios y mesas redondas sobre distintos temas económicos y sociales. Tiene una vasta trayectoria como académico en materias financieras, monetarias y de macroeconomía. Machinea es Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota.

## JOSÉ ANTONIO OCAMPO

Profesor de la Universidad de Columbia, y miembro en 2009 de la Comisión de Expertos de la Asamblea General de Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional. Anteriormente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Ha sido Director de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), Profesor de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes (Colombia) y de la Universidad Nacional de Colombia, y Profesor visitante de las Universidades de Cambridge, Yale y Oxford. Es autor de múltiples libros y artículos sobre teoría y política macroeconómica, desarrollo económico, comercio internacional e historia económica.

## EMILIO ONTIVEROS BAEZA

Licenciado y Doctor en CC EE por la Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Catedrático de Economía de la Empresa en la UAM, de la que fue vicerrector durante cuatro años. Es autor de varios libros, y numerosos artículos, sobre economía y finanzas; su último libro publicado es *La Economía en la Red* (Ed. Taurus). Fundador y Presidente de Analistas Financieros Internacionales, dirige la revista *Economistas*, del Colegio de Madrid, y forma parte de diversos consejos de redacción de publicaciones especializadas. Es miembro del Consejo Asesor de diversos organismos y fundaciones (Administración Electrónica, Parque Científico de Madrid-UAM, Fundación CYD), así como de diversos consejos de administración de empresas e instituciones. Entre los premios recibidos están el IX Premio Círculo de Empresarios de investigación económica y el Premio de Mi Cartera de Inversión al Fomento de la Cultura Económica y Financiera. En 2000 recibió la placa de reconocimiento al Mérito Regional por la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha. Ha sido Fellow del Real Colegio Complutense, en la Universidad de Harvard, así como miembro del Grupo de Investigación Avanzada en Economía Internacional y Visiting Scholar en Wharton School de la Universidad de Pennsylvania.

## OSVALDO ROSALES VILLAVICENCIO

Economista, chileno, es licenciado en Ciencias Económicas de la Universidad de Chile y Magister en Economía, por la misma Universidad. Desde marzo del 2000 hasta el 1 de diciembre del 2004, bajo el Gobierno del Presidente Ricardo Lagos, se desempeñó como Director General de Relaciones Económicas Internacionales del Ministerio de Relaciones Exteriores de Chile. Ha asesorado a diversos gobiernos y a organizaciones empresariales en temas de política económica, y negociaciones comerciales. Ha sido investigador y docente en la Facultad de Economía de la Universidad de Chile. Ha dictado clases y conferencias en diversos ámbitos de América Latina, Europa, Canadá, Estados Unidos, Corea del Sur, Japón y China. Cuenta con numerosas publicaciones entre las más recientes, destacan: "La globalización y los nuevos escenarios del comercio internacional", *Revista de la CEPAL*, n° 97, abril 2009; "Trends in Latin American Integration: An Overview", en J. McKinney y S. Gardner (eds.), *Economic Integration in the Americas*, Routledge, Londres, 2008; "Relaciones estratégicas entre China y América Latina", en E. Dussel (comp.), *Oportunidades en la relación comercial entre China y México*, CEPAL, Secretaría de Relaciones Exteriores de México, 2007. En la actualidad es Director de la División de Comercio Internacional e Integración de la CEPAL, Naciones Unidas.

## DIANA TUSSIE

Obtuvo su doctorado de la London School of Economics. En 1996 fue designada Distinguished Fulbright Scholar in International Relations para el 50 Aniversario de la Comisión Fulbright y Miembro de la Comisión Directiva de la International Studies Association. Actualmente es Directora del Programa de Instituciones Económicas Internacionales de la FLACSO y de La Red Latinoamericana de Comercio (LATN). Investigadora independiente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET); y profesora de FLACSO/Argentina y del Instituto del Servicio Exterior de la Nación (ISEN). Profesora visitante de la Universidad de Oxford. Fue Directora de la Comisión Nacional de Comercio Exterior y Subsecretaria de Política Comercial Externa. Miembro del Consejo Editorial de *International Studies Quarterly*, *The World Economy*, *Global Governance*, *Journal of InterAmerican Studies and World Affairs*, *Progress in Human Geography*.







Los textos recogidos en este  
**Pensamiento Iberoamericano nº 6**  
han sido compuestos en Fontana y Gillsans alt one condensada al 75%.

El interior está impreso sobre papel ecológico Gardapat 13 de 100 g/m<sup>2</sup> y  
la cubierta sobre papel Medley Pure de 360 g/m<sup>2</sup>.

Se acabó de imprimir  
el día xx de xxxxxxx de xxxx  
en los talleres de xxxxxxxxxxxxxxxx,  
en Madrid.