



FINANZAS y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Marzo de 2010

**Nicholas Stern y
el cambio climático**

**Dos décadas de
metas de inflación**

**Precios de la vivienda:
Aún pueden bajar**

**Simon Johnson y
las bonificaciones**

**Los peligros
de los Ponzi**

Gol a favor o en contra

**Cuando los deportes
refuerzan la economía**



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

DIRECTOR

Jeremy Clift

JEFA DE REDACCIÓN

Marina Primorac

REDACTORES PRINCIPALES

Camilla Andersen

Hyun-Sung Khang

James Rowe

Simon Willson

ASISTENTES EDITORIALES

Maureen Burke

Jacqueline Deslauriers

Natalie Ramirez-Djumena

DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS

Luisa Menjivar

DISEÑADORA GRÁFICA

Lai Oy Louie

AYUDANTES DE REDACCIÓN

Lijun Li

Niccole Braynen-Kimani

ASESORES DE LA REDACCIÓN

Bas Bakker

Helge Berger

Tim Callen

Adrienne Cheasty

Ana Corbacho

Alfredo Cuevas

Marcello Estevão

Domenico Fanizza

James Gordon

Thomas Helbling

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Mills

Uma Ramakrishnan

Rodney Ramcharan

EDICIÓN EN ESPAÑOL

Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

COORDINADA POR:

Rodrigo Ferrerosa

Virginia Masoller

Al Jefe de Correos: Se ruega notificar los cambios de domicilio a *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington, D.C. 20431, EE.UU. Los costos de envío de las publicaciones periódicas se pagan en Washington, DC., y en otras oficinas de correo.

© 2010 Fondo Monetario Internacional. Reservados todos los derechos. Si desea reproducir cualquier contenido de este número de *F&D*, sírvase enviar en línea una solicitud de permiso, que puede encontrar en www.imf.org/external/terms.htm o envíe su solicitud por correo electrónico a copyright@imf.org. Las solicitudes de autorización para reproducir artículos con fines comerciales también pueden tramitarse en línea a través del **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) a un cargo nominal.

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

Suscripciones

Cambios de domicilio

Consultas sobre publicidad

IMF Publication Services

700 Nineteenth Street, NW

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

Tel: (202) 623-7430

Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org



FINANZAS & DESARROLLO PUBLICACIÓN TRIMESTRAL
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
Marzo de 2010 • Volumen 47 • Número 1

ARTÍCULOS DE FONDO

CUANDO LOS DEPORTES REFUERZAN LA ECONOMÍA

6 **Gol a favor o en contra**

Los eventos deportivos, como la Copa Mundial de Fútbol, estimulan el comercio exterior y resaltan el país anfitrión

Jeremy Clift

8 **¿Merece la pena?**

Ser elegido sede de los juegos olímpicos y otros megaeventos deportivos es un honor al que aspiran muchos países, pero ¿por qué?

Andrew Zimbalist

12 **El “efecto olímpico” en el comercio**

Los países que se postulan como sede de los juegos olímpicos señalan así que están preparados para liberalizar su comercio exterior

Andrew K. Rose y Mark M. Spiegel

14 **Suerte de principiante**

Si la vida es como el críquet, la suerte influye mucho en el éxito profesional

Shekhar Aiyar y Rodney Ramcharan



8

DESPUÉS DE LA CRISIS

20 **Evitar el proteccionismo**

El proteccionismo comercial por ahora es limitado, pero lo peor quizás esté por llegar

Christian Henn y Brad McDonald

29 **Impacto diferenciado**

Por qué la crisis golpeó más a unos países que a otros

Pelin Berkmen, Gastón Gelós, Robert Rennhack y James P. Walsh

32 **Repercusiones de la crisis**

Las crisis de los mercados financieros en Estados Unidos y el Reino Unido tuvieron repercusiones en el resto del mundo que explican la sincronización de la desaceleración mundial

Trung Bui y Tamim Bayoumi

35 **Una historia de dos regiones**

El comportamiento del crédito de los bancos extranjeros a los mercados emergentes durante la crisis internacional no fue igual en todos los continentes

Jorge Iván Canales-Kriljenko, Brahima Coulibaly y Herman Kamil

42 **¿Demasiada recompensa?**

¿Bonificaciones para los banqueros?

Steven N. Kaplan

Las bonificaciones y el “ciclo apocalíptico”

Simon Johnson

50 **Lecciones del pasado**

Los países del Consejo de Cooperación del Golfo confrontaron la crisis financiera mundial desde una posición de fuerza

May Khamis y Abdelhak Senhadji



16



Suscríbase dirigiéndose a www.imfbookstore.org/f&d

Pérdida de una figura emblemática en el FMI

CON profundo pesar les comunicamos el fallecimiento en febrero de Jacques Polak, de quien presentamos una semblanza en la edición de junio de 2008 de *Finanzas & Desarrollo*. El Dr. Polak fue una figura emblemática en el FMI y estuvo presente en la creación de la institución en 1944.

Como alto funcionario del FMI durante tres décadas, desempeñó un papel central en el desarrollo del sistema monetario internacional, incluidos su creación inmediatamente después de la segunda guerra mundial y su reajuste a principios de los años setenta tras el colapso del sistema mundial de tipos de cambio fijos. Su participación fue esencial en el desarrollo de los derechos especiales de giro: el activo internacional de reserva que fue utilizado en un período tan reciente como el año pasado para aumentar la liquidez internacional durante la crisis financiera mundial.

No obstante, la opinión del Dr. Polak y de sus colegas es que su mayor contribución a la economía y a la institución en la que trabajó durante 60 años es el modelo, desarrollado en 1957, que lleva su nombre.

El modelo de Polak explica la balanza de pagos de un país en términos monetarios, lo que permite a los economistas comprender las causas de los desequilibrios económicos internacionales de un país. Al determinar el origen de los proble-

mas de balanza de pagos en la creación del crédito interno, el modelo también le permitió al FMI recomendar medidas para corregir estos problemas.

El Dr. Polak, que tenía 95 cuando falleció, ocupó la Presidencia de la Fundación Per Jacobsson del FMI entre 1987 y 1997, y posteriormente mantuvo su función de asesor, acudiendo al FMI varias veces por semana hasta finales de 2007. Extrañaremos profundamente su presencia.

En este número de *F&D*, examinamos en varios artículos por qué los países compiten por albergar los grandes eventos deportivos internacionales y analizamos las continuas repercusiones de la crisis económica mundial. Como es habitual, pasamos revista a varios temas de plena actualidad, como los precios de la vivienda, el proteccionismo, las bonificaciones para los banqueros, los esquemas de Ponzi y la dolarización. En “Bajo la lupa” examinamos por qué la pobreza vuelve a aumentar en algunas regiones del mundo y en nuestra columna “Gente del mundo de la economía” trazamos una semblanza de Daron Acemoglu, el intelectual de origen turco que en 2005 ganó el premio de la American Economic Association al economista estadounidense más influyente menor de 40 años.

Jeremy Clift
Director

TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

- 16 ¿Puede caer más el precio de la vivienda?**
Desde una perspectiva histórica, lo que caracteriza los precios de la vivienda no es la tendencia, sino la volatilidad
Prakash Loungani
- 24 Punto de vista: El reto del siglo**
El cambio climático debe abordarse conjuntamente con la deuda y los desequilibrios económicos mundiales
Alex Bowen, Mattia Romani y Nicholas Stern
- 26 Transacciones poco transparentes**
No todas las innovaciones financieras aumentan la eficiencia. A continuación se presentan tres innovaciones de efectos discutibles
Randall Dodd
- 37 Los peligros de los Ponzis**
Los reguladores deben actuar pronto para acabar con los esquemas de Ponzi antes de que prosperen
Hunter Monroe, Ana Carvajal y Catherine Pattillo
- 46 Veinte años de metas de inflación**
Cada vez más países fijan, con éxito, una tasa de inflación determinada como objetivo primordial de su política monetaria
Scott Roger

DEPARTAMENTOS

- 2 Gente del mundo de la economía**
El alterador del orden
Simon Willson traza una semblanza de Daron Acemoglu

- 40 Bajo la lupa**
Crece el hambre
Más de 1.000 millones de personas pasan hambre
David Dawe y Denis Drechsler
- 44 Vuelta a lo esencial**
¿Qué es la inflación?
Ceyda Oner
- 53 Críticas de libros**
The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle, Harold James
This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff
The Aid Trap: Hard Truths about Ending Poverty, R. Glenn Hubbard y William Duggan
Soccernomics, Simon Kuper y Stefan Szymanski
- 57 Un vistazo a las cifras**
Diminuye la dolarización en América Latina
Los latinoamericanos otorgan más valor a sus propias monedas
José M. Cartas

Ilustraciones: págs. 26-27, Tom Wood; pág. 37, Stanley Marcucci, Images.com/Corbis; pág. 46, Steve Kropp, Images.com/Corbis.

Fotografías: Tapa, Zheng Bin/Xinhua Press/Corbis; pág. 2, Eugene Salazar/FMI; págs. 6-7, Matthew Ashton/AMA/Corbis; págs. 8-9, Getty Images; pág. 12, Wally McNamee/Corbis; pág. 14, Nic Bothma/EPA/ZUMAPRESS.com; págs. 16-17, Harf Zimmerman; pág. 20, Macduff Everton/Corbis; pág. 29, Patrice Latron/Corbis; pág. 32, Ian Waldie/Getty Images; pág. 40, ONU/Marco Dormino; pág. 41, ONU/Sophia Paris; pág. 50, George Hammerstein/Corbis; págs. 53-56, Michael Spilotro/FMI.

El alterador del orden

*Simon Willson traza
una semblanza de*
Daron Acemoglu

UNA noche en prisión le reveló a Daron Acemoglu por primera vez la importancia de la regulación en el sistema de mercado. Acemoglu fue uno de los muchos adolescentes inexpertos sin licencia que conducía alocadamente por una carretera desierta de Estambul (Turquía), típica carretera en la cual practicaban este tipo de conductores. Ese día, la policía local decidió intervenir. Una veloz e impredecible redada acabó con Acemoglu y varios conductores entre rejas, a la espera de una gran reprimenda a la mañana siguiente.

“Los mercados no funcionarán sin regulaciones y leyes previsibles” admite pesaroso Acemoglu, quien ahora, con más años y sabiduría, es profesor de Economía Aplicada en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT). Unas horas examinando la decoración gris de su celda y el castigo administrativo que siguió le dejaron marcada la importancia de normas imparciales, incluso en mercados totalmente libres.

“Cada uno de los mercados del mundo está regulado; solo es una cuestión de grado”, dice Acemoglu mientras contempla desde su ventana la vista fría y sombría de la capa congelada del río Charles, que pasa por Cambridge, Massachusetts. “Cuando tienes un juez que exige el cumplimiento de las leyes, eso es regulación. Es mucho más palpable en las economías en desarrollo, donde los mercados no funcionan, precisamente porque carecen de las regulaciones e instituciones necesarias. Los gobiernos suelen ser barreras al funcionamiento de los mercados, pero si realmente se



quiere que estos funcionen es preciso que los gobiernos los apoyen con leyes y orden, regulaciones y servicios públicos”.

Contacto temprano

El temprano contacto personal de Acemoglu con los mecanismos de aplicación de las leyes le ayudó a encaminarse hacia una carrera que últimamente se ha centrado en estudiar por qué algunos Estados triunfan como generadores viables de riqueza y realización plena, y por qué otros fracasan y se mantienen en el fracaso. Para recorrer el sinuoso camino que le llevó a este campo de la investigación, el economista nacido en Estambul tuvo que ampliar sus estudios de ciencias políticas a la economía y, después, abandonar la política del todo.

En la Universidad de York (norte de Inglaterra) a mediados de los años ochenta, Acemoglu se concentró en la macroeconomía, pero fue descubriendo que las tendencias macroeconómicas tienen su raíz en la microeconomía. “Para entender a fondo el panorama macroeconómico —crecimiento, economía política, cuestiones a largo plazo—, hay que comprender los principios microeconómicos subyacentes, como incentivos, asignación de recursos, cambio tecnológico y acumulación de capital”.

Esta percepción y planteamiento de la interrelación entre las dos disciplinas principales de la economía convirtió a Acemoglu en un híbrido singular que quebró una línea divisoria ya establecida. “Mucho de lo que hago es teoría de economía política, y gran parte de ella es esencialmente aplicar la teoría de juegos, de forma que se podría decir que es microeconomía, pero motivada por cuestiones de carácter más amplio de las que también se precia la macroeconomía”.

Acemoglu terminó su doctorado en la London School of Economics (LSE), donde tuvo un “momento de transformación” al conocer a quien sería durante tanto tiempo su colaborador, James Robinson, ahora profesor de la Universidad de Harvard. Cuando Acemoglu y Robinson se pusieron a hablar, todo sucedió rápido. “Estábamos de acuerdo en que el factor principal para iniciar el desarrollo económico es la democracia”, recuerda Acemoglu. “Pero no había modelos sobre cómo se llega a la democracia, y la literatura sobre ciencias políticas no servía de ayuda, de modo que empezamos a trabajar en este tema en 1995, y desde entonces seguimos con él”.

Robinson recuerda a una persona desgñada y gesticuladora que desde la primera fila, en un seminario de la LSE, ponía en duda su metodología en voz alta. “Estaba presentando mi trabajo de investigación en un seminario a principios de 1992 y había un chinchoso estudiante de doctorado delante de mí, interrumpiendo sin cesar y poniendo pegos a mi presentación. Algunos salimos a cenar después y acabé sentado al lado del mismo personaje irritante, pero fuimos hablando y me di cuenta de que tenía ideas originales que había transmitido muy bien. Era Daron”.

Parece que en aquella época Acemoglu se dedicó sistemáticamente a escuchar y replicar a posibles socios de investigación, ya que otro futuro colaborador, Steve Pischke, profesor de Economía de la LSE, recuerda que recibió el mismo trato. “Estaba impartiendo una charla en la LSE en

1991, y allí estaba aquel repelente estudiante de posgrado en primera fila cuestionando mis métodos y exigiendo más información”, recuerda Pischke. “Y Daron aún tuvo más que decir cuando salimos a comer después”.

Investigación compartida

A principios de 1993, Acemoglu y Robinson, que entonces daba clases en Australia, intercambiaban ideas sobre temas de investigación por un novedoso medio de comunicación. “Fue la primera vez que usé el correo electrónico”, recuerda Robinson. “Empezamos a enviarnos por *e-mail* nuestros trabajos y, de pronto, descubrimos que habíamos escrito, por separado, dos artículos casi idénticos sobre el mismo tema”. Dada su aversión (como auténticos economistas) a la duplicación y la ineficiencia, los dos académicos empezaron a compartir su investigación.

Cuando su trabajo con Robinson iba rodado, Acemoglu se cambió a su “primer trabajo real”, empezando como profesor adjunto de Economía en MIT en 1993. Su característico desdén por los límites establecidos de su profesión no tardó en causar revuelo en los pasillos que bordean el río Charles. Animado por la originalidad de las ideas de Robinson, Acemoglu siguió desarrollando la línea de investigación híbrida (macroeconomía/microeconomía) sobre la teoría de economía política que había defendido por primera vez en Londres.

“Cuando me tocaba ascender en MIT, mis superiores dijeron que la mayoría de mi trabajo era bueno e interesante y había recibido buenas críticas. Pero también exclamaron: ‘Deberías parar el trabajo que estás haciendo sobre economía política’. Así que escondí esa parte de mi trabajo durante los dos años siguientes, hasta que conseguí la interinidad”.

Ideas de una cultura complaciente

Acemoglu se unió a otros economistas académicos para analizar por dentro la profesión (Acemoglu, 2009) en busca de errores intelectuales cometidos en el anuncio y manejo de la crisis económica y financiera mundial que golpeó duro en 2008. Cree que tres ideas, en concreto, reprimieron cualquier sensación de alarma.

Primero estaba la creencia de que se había vencido a los ciclos económicos con una combinación de políticas astutas e innovación tecnológica que cambiaba el juego. De hecho, estas dos fuerzas de evolución habían aumentado las interrelaciones económicas hasta el punto de crear posibles efectos dominó entre las instituciones financieras, las empresas y los hogares.

Segundo, se habían olvidado las bases institucionales de los mercados y se había creado una equivalencia entre mercados libres y mercados no regulados. Pocos defenderían hoy que el control de los mercados es suficiente para protegerse frente a la conducta oportunista de personas no reguladas que buscan obtener beneficios asumiendo riesgos de los que se beneficiarán en detrimento de otros.

Y tercero, se sobrevaloró la reputación de las empresas grandes y longevas a pesar de las primeras alertas procedentes de los escándalos contables de Enron y WorldCom a principios de la pasada década. La confianza en la capacidad de autocontrol de dichas empresas se ha desvanecido, y las infracciones futuras tendrán que castigarse de forma severa y creíble.

Cuando Acemoglu se aseguró un puesto fijo en MIT en 1998, su enfoque sobre la economía política se había convertido casi en una corriente principal.

A salvo en MIT, en 2005 Acemoglu ganó la Medalla John Bates Clark que otorga la American Economic Association al economista estadounidense más influyente y menor de 40 años. Trabajó con Robinson, que entonces enseñaba en Berkeley y ahora en Harvard, en un libro titulado *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, publicado en 2006. “Me interesaban mucho las cuestiones del subdesarrollo, de modo que empecé a leer a autores que habían trabajado en la teoría de la dependencia sobre cómo el mundo estaba dividido entre pobres y ricos porque los pobres habían sido explotados por los ricos. Y me fascinó saber por qué Turquía había sido un país pobre y sin democracia”.

En *Dictatorship and Democracy*, Acemoglu y Robinson emprendieron un camino que siguen recorriendo. Preguntan por qué unos países son democracias, en las que hay elecciones periódicas y libres y los políticos responden ante los ciudadanos, y otros no. Investigan los factores que determinan que un país pase a ser una democracia, y por qué esta persiste y se consolida en algunos países pero se hunde en otros.

Mantra cinematográfico

Al reunir sus ideas sobre las causas y soluciones de la crisis financiera mundial que se inició en 2008, Acemoglu se vio repitiendo y adaptando líneas de un célebre guión cinematográfico. En la película *Wall Street* de Oliver Stone, de 1987, el villano principal Gordon Gekko, interpretado por Michael Douglas, dijo las famosas palabras: “La codicia —a falta de una palabra mejor— es buena. La codicia es correcta. La codicia funciona. La codicia clarifica, penetra y captura la esencia del espíritu evolutivo”.

En un primer análisis de la crisis mundial (Acemoglu, 2009) Acemoglu afirma: “Una aportación importante de la economía es la percepción de que la codicia no es buena ni mala en sentido abstracto. Cuando se canaliza hacia una conducta competitiva, innovadora y de maximización de beneficios, al amparo de leyes y regulaciones sólidas, la codicia puede ser el motor de la innovación y del crecimiento económico. Pero cuando no es controlada mediante las instituciones y regulaciones adecuadas, degenerará en búsqueda de rentas, corrupción y delito”.

Acemoglu vio la película y recordó el monólogo de Gekko cuando redactó su pasaje sobre la codicia. “Todo el mundo responde a los incentivos. Para la gran mayoría de la gente, hay un continuo entre ambición y codicia, y aquí es donde las instituciones intervienen. Las instituciones pueden detener los excesos, por ejemplo regulando los monopolios de forma que no aplasten a la competencia. La codicia solo es mala si se canaliza para hacer cosas malas. Las instituciones pueden encauzar la codicia hacia la excelencia”.

Pero Acemoglu advierte que las instituciones estadounidenses que solían canalizar positivamente la codicia de los banqueros y financieros en las décadas de los ochenta y los noventa han sido desmanteladas. “Nosotros —los economistas que asesoramos y las autoridades que hacen cumplir las leyes— desmontamos el sistema que gestionaban las instituciones y no lo sustituimos por ningún tipo de control sobre la conducta del sector financiero. Así es como se permitió que la codicia fuera mala”.

El libro también destaca la importancia esencial del conflicto en el plano político, con un papel similar al de la competencia en el ámbito económico. Los diferentes grupos o clases sociales tienen intereses opuestos (y generalmente buscan un provecho) en relación con los resultados políticos, y dichos intereses se traducen en choques atrincherados sobre la forma en que las instituciones políticas determinan los resultados políticos.

Ser coautor del libro aportó a Robinson nuevas ideas sobre los intereses de investigación, cada vez más amplios, de Acemoglu. “Se puede definir a la mayoría de los economistas por su especialidad o foco de investigación, pero no a Daron. Para él no hay una categoría: lo hace todo y también tiene un modelo para casi todo”. ¿Podrían esa pasión y fuerza impedir un enfoque más contemplativo? Robinson admite: “Daron puede obsesionarse por la exactitud de cada detalle”.

Presentaron a una revista un artículo que habían escrito cuando empezaron a colaborar y la respuesta llegó por correo cuando los dos autores se encontraban en la oficina de Robinson en Los Angeles. Rechazado. “Estaba realmente abatido y deprimido al leer los someros informes de los expertos y me senté a mirar por la ventana preguntándome qué haríamos a partir de ahí”, cuenta Robinson. “Me giré hacia Daron y vi que ya estaba garabateando álgebra en un papel. ‘Revisaré el modelo y lo presentaremos en otro sitio’, fue su reacción”.

Pischke reconoce que Acemoglu puede haber difundido sus amplios intereses de forma un poco superficial al inicio de su carrera, pero insiste en que su socio de investigación desarrolló rápido la fuerza analítica necesaria para respaldar dicha curiosidad voraz. “Posee intereses y conocimientos muy variados y acaba trabajando en diversos campos al mismo tiempo, pero tiene capacidad para conseguirlo”.

Contemplación aplicada

La contemplación aplicada de los orígenes económicos de la democracia llevó a Acemoglu a su segundo libro (Acemoglu, 2008), que analiza el momento y la incidencia de la democracia. *Introduction to Modern Economic Growth*, un libro de texto de más de mil páginas basado en los cursos que imparte en MIT, avanza un paso desde la pregunta “¿Por qué la democracia?” que formulaba en su primer libro para incluir el interrogante “¿Cuándo la democracia?”. De nuevo, Acemoglu encuentra un fundamento económico central.

“Hemos realizado mucho trabajo empírico que revela una relación causal muy clara entre las instituciones económicas inclusivas y el crecimiento económico”, afirma Acemoglu. “La relación entre las instituciones políticas democráticas y el crecimiento no está tan clara”.

En el libro de texto se afirma que las políticas y las instituciones son esenciales para entender el proceso de crecimiento a lo largo del tiempo. Después se usa esta base teórica para explicar dos preguntas clave sobre “¿Cuándo la democracia?”: ¿Por qué la economía mundial no experimentó un crecimiento sostenido antes de 1800? Y ¿por qué el despegue económico empezó en torno a 1800 y en Europa occidental?

En el libro de texto se afirma que no hubo crecimiento sostenido antes de 1800, primero, porque ninguna sociedad antes de entonces había invertido en capital humano, ni per-

mitido a las empresas nuevas que introdujeran nuevas tecnologías, ni, en general, dado rienda suelta a las fuerzas de la destrucción creativa; y segundo, porque todas las sociedades antes de 1800 vivían bajo regímenes políticos autoritarios. Y el despegue económico comenzó en Europa occidental porque el comercio internacional creció tras el descubrimiento del Nuevo Mundo y la apertura de nuevas rutas marítimas, impulsando la actividad comercial y confiriendo más poder económico y político a un nuevo grupo de mercaderes, comerciantes e industriales, que entonces empezaron a operar al margen de las monarquías europeas.

Acemoglu reconoce que los regímenes autoritarios pueden generar crecimiento económico, pero insiste en que no puede ser sostenido. “Sucedio en la antigua Roma durante 300 o 400 años, de forma intermitente, y no es un período corto, pero entonces todo ocurría con mucha mayor lentitud. Y ha sucedido en los 20 últimos años, y probablemente en los 20 próximos, en China, pero habrá tres obstáculos para el crecimiento en los regímenes autoritarios: siempre hay incentivos para que dichos regímenes sean incluso más autoritarios; tienden a usar su poder para frenar la destrucción creativa schumpeteriana, que es clave para mantener el crecimiento; y siempre hay luchas internas por el control, lo que genera inestabilidad e incertidumbre”.

La solución podría ser la causa

Acemoglu considera preocupante que las políticas empleadas para afrontar la actual crisis financiera mundial puedan haber sentado las bases para la próxima crisis. “¿Estamos creando el trasfondo para la siguiente crisis por las políticas que hemos improvisado para resolver el problema? Yo opino que el riesgo no es baladí”.

“Cuando amaine la crisis retomaremos la actividad normal y no haremos nada al respecto. Antes de la crisis en Estados Unidos había unos 20 grandes bancos que representaban una gran parte del PIB y una parte todavía mayor de los beneficios totales empresariales y de la remuneración total de los empleados del sector financiero. Ahora tenemos cinco o seis instituciones con dicha función, por lo que el sistema es mucho más monopolístico. Las instituciones financieras de Estados Unidos vieron que el mensaje claro detrás de las políticas para resolver la crisis era ‘Eres demasiado grande para quebrar’. Pues bien, ahora son ‘demasiado grandes para quebrar, elevado al cuadrado’”.

“Esperaban que el gobierno de Estados Unidos tuviera la voluntad y el respaldo político para rescatarlas de una forma u otra. Ahora, si eres el presidente de un gran banco y tienes una obligación fiduciaria para con tus accionistas de maximizar los beneficios, entonces tienes la responsabilidad de aprovechar al máximo todo lo que el gobierno pueda darte en el entorno regulatorio actual.

“Si, por otra parte, tuviéramos las regulaciones correctas, la obligación fiduciaria del presidente para con sus accionistas sería maximizar los beneficios mejorando la intermediación financiera, no aumentando las operaciones por cuenta propia. Resulta difícil entender cómo una asignación eficaz de los recursos en un sistema capitalista podría ser aquella en la que una parte considerable de los beneficios de la economía estadounidense se obtengan de las operaciones por cuenta propia en vez de la intermediación financiera o de las fusiones y adquisiciones”.

Acemoglu y Robinson ya están trabajando en su próximo libro, *Why Do Nations Fail?* [¿Por qué fracasan las naciones?]. Después de preguntar “¿Por qué la democracia?” en su primer libro, y “¿Cuándo la democracia?” en el libro de texto de Acemoglu, en el tercero, que se podría considerar informalmente una trilogía, probablemente preguntarán “¿Qué, si no democracia?”.

“Las sociedades disfuncionales degeneran en Estados fallidos”, afirma Acemoglu, “pero podemos actuar. Podemos construir Estados con infraestructuras y ley y orden, en los que las personas se sientan seguras y cómodas emprendiendo un negocio y confíen en los servicios públicos, pero no hay una voluntad política de obrar así. Para implantar este esquema no se necesitarían ejércitos, sino simplemente una burocracia que funcione para sentar las bases institucionales de los mercados”.

Estructura de recompensas

El análisis que hace Acemoglu de los Estados fallidos intentará mostrar por qué algunos países despegan económicamente y otros no. Para ello habrá que describir cómo las políticas y las instituciones inciden directamente en la posibilidad de que una sociedad emprenda un crecimiento económico moderno. Estas políticas e instituciones determinarán la estructura de recompensas de la sociedad y la rentabilidad de las inversiones; la ejecución de sus contratos, sus leyes y orden, y sus infraestructuras; la formación de sus mercados y si las entidades menos eficientes pueden ser sustituidas por otras más eficientes; y su apertura a nuevas tecnologías que pueden perjudicar a las empresas establecidas con vínculos políticos.

¿Qué otras ambiciones podría cultivar aún un académico tan vivaz, ecléctico e imprevisible dentro de los confines de un despacho de MIT y su sala adyacente, atestados de pilas inestables de revistas, obras de referencia y manuscritos con las esquinas dobladas? En el ámbito personal, su esposa Asu está esperando su primer hijo para mayo, “de modo que mi mayor ambición personal es ser un padre decente”. En cuanto al esbozo de su principal meta profesional, Acemoglu amplía sus intereses académicos multifacéticos. “Son necesarios una conversación más interdisciplinaria y un debate informado sobre temas importantes en el área de las ciencias sociales. En Estados Unidos se considera que los intelectuales públicos son unos perdedores, pero en el Reino Unido participan en el diálogo nacional. Me gustaría ver esto aquí y, quizá, ser parte de ello”.

Pero volver a Turquía no figura en los planes inmediatos de Acemoglu. “No puedo regresar porque me fui sin hacer el servicio militar. Si retornara me arrestarían”. El castigo: volver a la cárcel. ■

Simon Willson es Redactor Principal de Finanzas & Desarrollo.

Referencias:

- Acemoglu, Daron, 2008, *Introduction to Modern Economic Growth* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- _____, 2009, “The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics”, *CEPR Policy Insight* No. 28 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- _____, y James Robinson, 2006, *Economic Origins of Dictatorship and Democracy* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).



Gol a favor o

Jeremy Clift

UN océano más allá de Table Mountain, la meseta sudafricana desde la que se divisa uno de los principales estadios de la Copa Mundial de Fútbol, los fabricantes de artículos deportivos de Tailandia se preparan para este evento desde hace meses. Tailandia no es uno de los 32 equipos que llegaron a las rondas finales de esta competición mundial, el mayor festival deportivo del mundo, sin contar los Juegos Olímpicos. Pero los fabricantes de zapatillas deportivas, pelotas y camisetas de fútbol de este país esperan que se produzca un fuerte repunte de las exportaciones mundiales de textiles y vestido, después de la desaceleración ocurrida el año pasado durante la crisis económica mundial.

“Estamos convencidos de que el Mundial reactivará nuestras exportaciones, especialmente de prendas de vestir y ropa deportiva”, señaló Wallop Witanakorn, Secretario General de la Asociación de Productores Tailandeses

de Prendas de Vestir. “Esperamos que la euforia futbolística impulse las exportaciones de prendas de vestir en 2010 y que el crecimiento alcance el 10%-15%”.

La Copa Mundial, que se celebra cada cuatro años, puede ser entendida por algunos tailandeses en términos puramente económicos, pero para el país anfitrión, Sudáfrica, es un momento decisivo en su historia. Desde el final del apartheid en 1994, Sudáfrica ha albergado importantes eventos deportivos internacionales, como la Copa Mundial de Rugby en 1995 y la de Críquet en 2003. Pero la Copa Mundial de Fútbol es un acontecimiento único en cuanto a atención mundial y audiencia televisiva.

Esta es la primera vez que África acoge la Copa Mundial de Fútbol, y la importancia simbólica va mucho más allá del orgullo inmediato que produce ser el país anfitrión de este evento. Albergar el torneo más prestigioso del mundo está estrechamente ligado con la reconstrucción de la economía, la reducción de las per-



en contra

Los eventos deportivos, como la Copa Mundial de Fútbol, estimulan el comercio exterior y resaltan el país anfitrión

sistentes divisiones sociales y la creación de una nueva identidad nacional en Sudáfrica.

Por lo tanto, quizá no importe mucho que algunos prestigiosos economistas que estudian temas deportivos cuestionen el valor de albergar grandes eventos deportivos, como la Copa Mundial de Fútbol o los Juegos Olímpicos. Los costos son mayores que los beneficios económicos, señalan. En este número de *F&D* examinamos las ventajas y desventajas de ser el país anfitrión de este tipo de acontecimientos deportivos, así como el repunte del comercio que pueden generar.

Según un informe de 2008 preparado por la consultora Grant Thornton, el Mundial podría inyectar US\$7.600 millones en la economía sudafricana, crear o mantener más de 400.000 empleos y atraer a casi 490.000 turistas extranjeros.

El Presidente Jacob Zuma alaba el impacto económico: “se está actualizando y ampliando la infraestructu-

ra social, de transporte, energía y telecomunicaciones. Esto contribuye al desarrollo económico en medio de una recesión mundial y mejora el clima para la inversión”.

Pero algunos economistas se muestran escépticos. Prevén grandes elefantes blancos, como estadios que casi no se utilizan una vez pasado el evento para el que se construyeron, y en general, una desviación de fondos para el gran acontecimiento en detrimento de proyectos sociales, como escuelas y hospitales, que serían más beneficiosos.

De todas formas, no parece importar quién tenga razón. El deseo de acoger una Copa Mundial o unos Juegos Olímpicos es insaciable. Como señalaron Simon Kuper y Stefan Szymanski en su libro *Soccernomics* (véase la página 56), “ser el país anfitrión no genera grandes beneficios económicos, pero hace más feliz a la población”. ■

Jeremy Clift es Director de Finanzas & Desarrollo



¿Merece la pena?

Ser elegido sede de los juegos olímpicos y otros megaeventos deportivos es un honor al que aspiran muchos países, pero ¿por qué?

Andrew Zimbalist



EN octubre del año pasado, cuando Río de Janeiro obtuvo la sede de los Juegos Olímpicos de Verano de 2016, miles de brasileños bailaron de júbilo en las playas de Copacabana y la noticia se destacó en los principales diarios del mundo. Se calcula que Chicago invirtió cerca de US\$100 millones en la puja para obtener la nominación como sede. ¿Por qué los países se esfuerzan tanto en ser sedes olímpicas o de megaeventos deportivos similares?

Un gran evento deportivo podría generar beneficios económicos directos e indirectos. Los directos incluyen la construcción de infraestructura y bienes de capital para el evento, beneficios a largo plazo, como la reducción en los costos de transporte gracias a la mejora de las redes viales o ferroviarias, y el gasto de los turistas que viajan a presenciar los juegos. Los beneficios indirectos podrían incluir la publicidad que destaca a la ciudad o al país como potencial destino turístico o de negocios, aumento del orgullo cívico, la cohesión de la comunidad y la posición de la ciudad o el país a los ojos del mundo. Pero también podrían producirse efectos negativos, por posibles sobrecostos, mal uso de terrenos, planificación inadecuada y subutilización de las instalaciones.

Los juegos olímpicos son muy parecidos a otros grandes eventos deportivos, como la Copa Mundial, el Super Bowl o la Serie Mundial, pero cuentan con muchos más participantes, funcionarios y aficionados; requieren la construcción de más bienes de infraestructura; generan muchos más visitantes del exterior, y generalmente tienen un perfil mucho más alto.

Beneficios potenciales

De los beneficios económicos directos generados por megaeventos deportivos, el gasto en turismo es quizás el más pregonado. En los seis últimos juegos de verano se vendieron en promedio 5,1 millones de boletos, y en los cinco últimos juegos de invierno un promedio de 1,3 millones de boletos. Aunque muchos de los boletos se venden a los residentes locales (especialmente en el caso de los juegos de verano, que comúnmente se realizan

en grandes áreas metropolitanas), un evento deportivo de esta magnitud y alcance tiene el potencial de atraer a un considerable número de visitantes del exterior. Además, puesto que los juegos duran más de dos semanas, los visitantes pueden pasar mucho tiempo en la ciudad sede, generando un gasto sustancial en alojamiento, alimentación y bebidas. Sin embargo, el mayor número de visitantes atraídos por los juegos puede ser contrarrestado, en parte, por la disminución de visitantes por otros motivos (turismo o negocios), que huyen de los altos precios y las congestiones que causan los juegos. Además, si bien las tasas de ocupación y los precios de alojamiento aumentan durante el período de competiciones olímpicas, los hoteles suelen transferir las utilidades adicionales a su casa matriz en el exterior.

Albergar un megaevento como los juegos olímpicos a menudo requiere una gran infraestructura para transportar a participantes, funcionarios y aficionados. En el pasado, la mayor parte de la infraestructura construida era infraestructura vial. Pero las ciudades y regiones anfitrionas también han gastado

Sedes de los juegos olímpicos

Año	Juegos de verano	Juegos de invierno
1976	Montreal, Canadá	Innsbruck, Austria
1980	Moscú, Unión Soviética	Lake Placid, Estados Unidos
1984	Los Ángeles, Estados Unidos	Sarajevo, Yugoslavia
1988	Seúl, Corea del Sur	Calgary, Canadá
1992	Barcelona, España	Albertville, Francia
1996	Atlanta, Estados Unidos	Lillehammer, Noruega
1998		Nagano, Japón
2000	Sídney, Australia	
2002		Salt Lake City, Estados Unidos
2004	Atenas, Grecia	
2006		Turín, Italia
2008	Beijing, China	
2010		Vancouver, Canadá
2012	Londres, Reino Unido	
2014		Sochi, Rusia
2016	Río de Janeiro, Brasil	



China celebra el primer aniversario de los Juegos Olímpicos de Beijing.

sumas considerables en la construcción de aeropuertos, y en la renovación y construcción de sistemas de transporte público (Essex y Chalkley, 2004). El tren bala construido para los Juegos de Nagano redujo enormemente el tiempo de viaje entre esa ciudad y Tokio.

En ciudades menos desarrolladas, la modernización de las telecomunicaciones también supone una inversión considerable. Estas infraestructuras generan una gran actividad económica en la ciudad sede. Se debe contratar a muchos trabajadores y adquirir y transportar enormes cantidades de materiales de construcción.

Después del período de construcción, la infraestructura generada por los eventos deportivos puede seguir proporcionando al área o región metropolitana una corriente continua de beneficios económicos. Las instalaciones construidas pueden ser utilizadas durante años o décadas; pero son más importantes las mejoras en la infraestructura de transporte, que pueden dar un gran impulso a la economía local y regional si las empresas locales pueden hacer uso de ellas.

Los beneficios económicos indirectos generados por los megaeventos deportivos podrían ser más importantes que los directos, pero son más difíciles de cuantificar. Un posible beneficio indirecto es el publicitario. Muchas áreas metropolitanas han considerado las olimpiadas como una forma de elevar su perfil ante el mundo. En este sentido, la gran cobertura mediática antes de los juegos olímpicos u otros grandes eventos y durante la competición es una forma de publicidad, que podría atraer a turistas que de otro modo no habrían pensado en ir a esa ciudad o región y que podrían generar beneficios económicos amplios, significativos y duraderos.

La realidad, sin embargo, a veces dista de la teoría. Por ejemplo, uno de los objetivos de los Juegos Olímpicos de Sídney era impulsar el turismo una vez terminadas las competiciones, pero Graham Matthews, ex pronosticador del Tesoro Federal de Australia, dice: “Si bien el haber sido sede olímpica nos llenó de orgullo y optimismo, en términos contantes y sonantes realmente es

difícil determinar si esa breve burbuja publicitaria produjo un efecto favorable y duradero sobre el turismo” (Burton, 2003).

Ritchie y Smith (1991) realizaron un estudio sobre la memoria del público respecto anteriores sedes olímpicas en Europa y Norteamérica. De miles de entrevistas telefónicas realizadas entre 1986 y 1989, menos de 10% de los entrevistados de Norteamérica y menos del 30% de los europeos podían recordar que Innsbruck, Austria, había sido la sede de los Juegos de Invierno de 1976. Solo el 28% de los norteamericanos y el 24% de los europeos entrevistados recordaban que los Juegos de Invierno de 1980 se habían celebrado en Lake Placid, Nueva York. Otros estudios indican que para 1991 prácticamente se había olvidado que Calgary fue la sede de los Juegos de Invierno de 1988 (Matheson, 2008); y si los juegos vienen acompañados de mal tiempo, escándalos políticos o actos terroristas, en realidad pueden perjudicar la reputación de la sede.

Otros megaeventos deportivos, como el Super Bowl o la Copa Mundial, registran una dinámica económica similar, pero los gastos de construcción son considerablemente inferiores. En estudios econométricos multivariados del impacto de la Copa Mundial se ha observado que esta competición internacional cuatrienal no produce muchos beneficios económicos para la sede.

No obstante, el hecho de albergar los juegos olímpicos o la Copa Mundial puede generar considerables beneficios intangibles para la ciudad o región, y probablemente hará que sus residentes se sientan más orgullosos y unidos. Durante un período corto pero intenso, la atención del mundo se centrará en sus hogares. La planificación y el trabajo requerido para el evento exigen mucho tiempo y esfuerzo —en gran parte de voluntarios— y generan a nivel local y nacional una gran sensación de logro. Estos factores son importantes y valiosos, aunque a los investigadores les resulte difícil fijarles precio.

Inconvenientes potenciales: Factores inciertos y fuertes gastos

En 1976, un suceso clave afectó al modelo de financiamiento de los juegos olímpicos y lo situó en la trayectoria económica actual. En ese año, Montreal fue la sede de los juegos de verano. Tras proyectar que los juegos costarían US\$124 millones, la ciudad contrajo una deuda de US\$2.800 millones —cerca de US\$10.000 millones de 2009—, que le tomó tres décadas pagar (Burton, 2003).

Al finalizar los Juegos de Montreal, Moscú ya se había comprometido a organizar la olimpiada de 1980, pero ninguna ciudad quería licitar por los juegos de 1984. Tras apresuradas negociaciones, la ciudad de Los Ángeles aceptó organizar los juegos con la condición de no incurrir en ninguna obligación financiera. El Comité Olímpico Internacional (COI) no tuvo más remedio que aceptar la condición y adjudicó la sede de los Juegos de Verano de 1984 a Los Ángeles.

El comité organizador de los Juegos de Los Ángeles generó un moderado superávit, de un poco más de US\$300 millones, y transformó el modelo de financiación de los juegos olímpicos, haciéndolo menos público y más privado. Los Ángeles gastó muy poco en construcciones, y el presidente del comité organizador, Peter Ueberroth, logró recaudar sumas importantes con la venta de patrocinios a empresas. El relativo éxito financiero de los Juegos

de Los Ángeles generó una nueva era de competencia internacional entre las ciudades para ser elegidas sede de los juegos.

Lamentablemente, el caso de Los Ángeles resultó excepcional. A las sedes posteriores les resultó imposible obtener el mismo nivel de apoyo privado. En Seúl (1988), Barcelona (1992), Nagano (1998), Sídney (2000), Atenas (2004) y Beijing (2008), se comprometieron varios miles de millones de dólares de fondos públicos.

La olimpiada de Barcelona dejó una deuda de US\$4.000 millones para el gobierno central de España, y de otros US\$2.100 millones para los gobiernos local y regional. El comité organizador de Nagano presentó un superávit de US\$28 millones, mientras que las diversas unidades del gobierno japonés quedaron con una deuda de US\$11.000 millones (Burton y O'Reilly, 2009). En Atenas, la inversión pública superó los US\$10.000 millones y en Beijing, los US\$40.000 millones.

Los presupuestos publicados inicialmente —en el caso de los juegos olímpicos, el presupuesto del comité organizador— siempre subestiman el costo del proyecto. El presupuesto del comité solo cubre los costos operativos de los juegos, como las ceremonias de apertura y clausura, el transporte de los atletas a las instalaciones, diversiones, un centro de telecomunicaciones/transmisiones y seguridad. El costo total para la ciudad sede también incluye la construcción y la actualización de complejos deportivos, el alojamiento de atletas y visitantes, emplazamientos para los medios de comunicación, e infraestructura conexa. La construcción de muchas de las instalaciones —como un velódromo o una pista de trineo, esqueleto o luge— es especialmente costosa por su carácter especializado. Las instalaciones olímpicas requieren un gran aforo: los estadios para las ceremonias de apertura y clausura de los juegos olímpicos de verano suelen albergar 100.000 espectadores o más.

Entre el momento en que una ciudad presenta su candidatura para ser sede y la celebración del evento, los precios de la construcción y los terrenos pueden aumentar considerablemente. Además, los promotores iniciales de un evento tienen interés en subestimar los costos para recabar apoyo público; y, a medida que las ciudades compiten por la sede, tienden a igualar las ofertas de sus competidores y a embellecer los planes.

Los presupuestos proyectados nunca alcanzan a cubrir los costos reales. La proyección inicial de Atenas indicaba que sus juegos costarían US\$1.600 millones, y terminaron costando cerca de US\$16.000 millones (incluidas instalaciones e infraestructura). Beijing proyectaba costos de US\$1.600 millones (el presupuesto de gastos operativos del comité organizador de Beijing), pero los juegos terminaron costando US\$40.000 millones si se incluyen instalaciones e infraestructura, como la ampliación del tren subterráneo. Los Juegos de Invierno de 2014 en Sochi, Rusia, tenían un presupuesto inicial cercano a US\$12.000 millones; a fines de 2009 ya llegaba a US\$33.000 millones, US\$23.000 millones de origen público (*Sports Business Daily*, 2009).

Las ciudades interesadas pueden gastar hasta US\$100 millones tan solo en la presentación de sus candidaturas para organizar los juegos olímpicos. Si la licitación fuera perfectamente competitiva, la competencia anularía todo beneficio económico local previsto: la ciudad con mayores ganancias previstas podría ganar con una oferta de apenas US\$1 más que la segunda, lo cual convendría a la ciudad ganadora. Pero el proceso no se

basa en la cantidad de dinero, sino en las instalaciones y garantías de financiamiento y seguridad que ofrezca la ciudad; y a partir del 11 de septiembre de 2001 los gastos en seguridad han sido enormes: en Atenas ascendieron a US\$1.400 millones, con 40.000 agentes de seguridad. Según diversas informaciones, Beijing empleó a más de 80.000 agentes en 2008.

Londres estimaba que sus juegos costarían menos de US\$4.000 millones, pero las proyecciones llegan ya a US\$19.000 millones (*Sports Business Daily*, 2009). A medida que crecen los gastos, se han eliminado algunos; por ejemplo, se descartó el techo para el estadio olímpico, pero aun así terminará costando más de US\$850 millones, frente a la proyección inicial de US\$406 millones. El gobierno no ha logrado comprometer a un equipo de fútbol o de rugby como arrendatario principal del estadio después de los juegos. El mantenimiento de las instalaciones representará una carga adicional de millones de dólares anuales para los contribuyentes británicos. No es de extrañar que el ministro encargado de los Juegos Olímpicos de Londres dijera: “De haberlo sabido, ¿habríamos presentado la oferta para organizar los juegos olímpicos? Seguramente no”. (*Sports Business Daily*, 2008, tomado del *London Telegraph*).

Algunos gastos se traducen en una infraestructura mejorada y más moderna para la ciudad, pero otros se convierten en elefantes blancos. Muchas instalaciones construidas especialmente para los juegos son escasamente utilizadas después de los 16 o 17 días de competición, su mantenimiento cuesta decenas de millones de dólares al año y ocupan unos terrenos cada vez más escasos. En Turín, por ejemplo, la pista de trineo costó US\$108 millones, y la vicepresidenta de los juegos, Evelina Christillin declaró a un reportero de *The Wall Street Journal*: “No puedo mentirle. Obviamente, la pista de trineo no se va a utilizar para nada más; es un costo puro”. (Kahn y Thurow, 2006).

Los ingresos de los juegos de verano ascienden a entre unos US\$4.000 millones y US\$5.000 millones, y a casi la mitad de los juegos de invierno (que también cuestan menos por el menor número de participantes, instalaciones y construcciones). Casi la mitad del dinero recaudado se destina a las federaciones internacionales, los comités olímpicos nacionales y el COI mismo.

Es claro que si albergar los juegos olímpicos reporta algún beneficio económico, seguramente no es una mejora del presupuesto de los gobiernos locales, lo cual lleva a preguntarse si se producen ventajas económicas más generales, a largo plazo, o menos tangibles.

Ajuste de los beneficios

Existen relativamente pocos datos objetivos sobre el impacto económico de los juegos olímpicos y otros megaeventos deportivos. La mayor parte de los datos existentes han sido recopilados por las ciudades o regiones sede —que tienen interés en justificar los elevados gastos en esos eventos— y presentan deficiencias.

Las estimaciones del impacto económico de esos eventos realizadas por estudios académicos publicados ofrecen datos más fiables, ya sea porque los autores no tienen interés personal en el éxito económico de los eventos o porque el proceso de revisión por los pares ayuda a verificar los métodos y supuestos utilizados. Estos estudios presentan el siguiente cuadro del impacto económico de los juegos olímpicos: Si bien pueden crear una

cantidad moderada de empleos, no parecen producir ningún efecto detectable sobre el ingreso, lo cual indica que los trabajadores existentes tal vez no se beneficien (Hagn y Maennig, 2009; y Matheson, 2009). Además, el impacto de la organización de los juegos depende de la respuesta general del mercado de trabajo a los nuevos empleos creados por los juegos, y cabe que esta respuesta no sea positiva (Humphreys y Zimbalist, 2008). El impacto económico de realizar la Copa Mundial, de haberlo, es aun menor (Hagn y Maennig, 2008 y 2009).

Si las ganancias económicas son moderadas, o quizás inexistentes, ¿qué pueden hacer las ciudades y regiones sede para maximizar los beneficios de albergar eventos como los juegos olímpicos? De un meticuloso examen de los resultados anteriores se deducen dos importantes formas de lograr los mayores beneficios: primero, las ciudades o regiones sede deben considerar cuidadosamente las decisiones con respecto al uso de terrenos y, segundo, deben maximizar el uso posterior al evento de las instalaciones e infraestructura nuevas renovadas.

Los terrenos son cada vez más escasos en las grandes áreas urbanas que comúnmente albergan los juegos de verano y en las regiones montañosas que organizan los juegos de invierno. Ser sede olímpica requiere una importante cantidad de terrenos para instalaciones deportivas, estacionamientos y alojamiento para atletas, medios de comunicación, personal y espectadores.

Los juegos infructuosos dejan una herencia de estructuras poco o nada utilizadas, ocupando terrenos valiosos y exigiendo un mantenimiento caro. Por ejemplo, en Sídney, Australia, el funcionamiento del estadio olímpico de 90.000 plazas actualmente cuesta US\$30 millones al año. Muchos de los escenarios de los Juegos de Atenas de 2004 están vacíos o poco utilizados y ocupan terrenos valiosos en el atestado centro de la ciudad. Los Juegos de Beijing dejaron un legado de costosas edificaciones; entre ellas, las ornamentadas piscinas Water Cube, que están subutilizadas. En contraste, eventos exitosos, como los Juegos de Verano de Los Ángeles, tienen instalaciones que se utilizan al máximo y hacen buen uso de los escasos terrenos urbanos. El estadio utilizado para las ceremonias de apertura y cierre de los Juegos de Atlanta de 1996 fue transformado en estadio de béisbol inmediatamente

después de la olimpiada. Los planificadores de los juegos deben diseñar instalaciones que serán utilizadas durante mucho tiempo y que se integren constructivamente a la ciudad o región sede.

Los países en desarrollo ganan más

El impacto de realizar grandes eventos deportivos varía según el nivel de desarrollo de la ciudad o país sede. Con una planificación adecuada, la organización de un gran evento puede servir como catalizador de una moderna infraestructura deportiva, de transportes y comunicaciones, lo cual generalmente beneficia más a las regiones menos desarrolladas.

Si bien la organización de los juegos olímpicos requiere una considerable inversión de fondos públicos para realizar mejoras que son necesarias aun sin los juegos, a menudo estos ayudan a agilizar inversiones que podrían tardar años o incluso decenios; y el COI provee algunos fondos para facilitar la conclusión de proyectos deseables (Preuss, 2004).

En las regiones más desarrolladas, donde escasean los terrenos durante la fase inicial de licitación y planeación —y escasearán más durante el período de 7 a 10 años de selección y preparación para los juegos—, y los mercados de trabajo y recursos son estrechos, la organización de los juegos puede degenerar en un mal uso de terrenos y provocar presiones de precios en los salarios y los recursos, estimulando la inflación.

Antes de ofrecerse, piense

El valor económico y no económico de organizar un gran evento como los juegos olímpicos es complejo y probablemente varíe de un caso a otro. Es imposible sacar conclusiones sencillas. Los candidatos para albergar los próximos juegos olímpicos de invierno —Annecy, Francia; Munich, Alemania; y Pyeong Chang, Corea del Sur— así como la gran cantidad de ciudades que aspiran a convertirse en sede de los Juegos de Verano de 2020 deberían evitar la inevitable fiebre olímpica y examinar con calma y detenimiento sus metas de desarrollo a largo plazo. ■

Andrew Zimbalist es Profesor de Economía (Cátedra Robert A. Woods) en Smith College.

Referencias:

Burton, Rick, 2003, "Olympic Games Host City Marketing: An Exploration of Expectations and Outcomes", *Sport Marketing Quarterly*, vol. 12, No. 1, págs. 37–47.

———, y Norm O'Reilly, 2009, "Consider Intangibles When Weighing Olympic Host City Benefits", *Sports Business Journal*, 7 de septiembre, pág. 33.

Essex, Stephen, y Brian Chalkley, 2004, "Mega-Sporting Events in Urban and Regional Policy: A History of the Winter Olympics", *Planning Perspectives*, vol. 19, No. 1, págs. 201–32.

Hagn, Florian, y Wolfgang Maennig, 2008, "Employment Effects of the Football World Cup 1974 in Germany", *Labour Economics*, vol. 15, No. 5, págs. 1062–75.

———, 2009, "Large Sport Events and Unemployment: The Case of the 2006 Soccer World Cup in Germany", *Applied Economics*, vol. 41, No. 25, págs. 3295–302.

Humphreys, Brad, y Andrew Zimbalist, 2008, "The Financing

and Economic Impact of the Olympic Games", en *The Business of Sports*, vol. 1, Brad Humphreys y Dennis Howard, compiladores (Westport, Connecticut: Praeger).

Kahn, Gabriel, y Roger Thurow, 2006, "Quest for Gold: In Turin, Paying for Games Went Down to the Wire", *The Wall Street Journal*, 10 de febrero, pág. A1.

Matheson, Victor, 2008, "Caught under a Mountain of Olympic Debt", *The Boston Globe*, 22 de agosto.

———, 2009, "Economic Multipliers and Mega-Event Analysis", *International Journal of Sport Finance*, vol. 4, No. 1, págs. 63–70.

Preuss, Holger, 2004, *The Economics of Staging the Olympics* (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).

Ritchie, J. R. Brent, y Brian H. Smith, 1991, "The Impact of a Mega-Event on Host Region Awareness: A Longitudinal Study", *Journal of Travel Research*, vol. 30, No. 1, págs. 3–10.

Sports Business Daily, 2008, 14 de noviembre.

———, 2009, 30 de septiembre.

El “efecto olímpico” en el comercio

Los países que se postulan como sede de los juegos olímpicos señalan así que están preparados para liberalizar su comercio exterior

Andrew K. Rose y Mark M. Spiegel

EN general, los economistas reaccionan con suspicacia frente a los argumentos sobre el suministro público de infraestructura para competiciones deportivas, y con buena razón. Normalmente, quienes respaldan la construcción de nuevos estadios o la organización de enormes espectáculos deportivos lo hacen con motivos ingenuos o de interés personal. En la práctica, estos eventos tienen un alto costo, sobre todo para los países en desarrollo. Se estima que las ceremonias de apertura de las Olimpiadas de Beijing en 2008 costaron más de US\$100 millones (mientras que al menos 100 millones de chinos viven con menos de US\$1 por día).

Recientemente, Río de Janeiro se ganó el derecho a ser sede de las Olimpiadas de 2016 con una propuesta de US\$15.000 millones, monto equivalente a más de US\$2.000 por cada habitante de esa ciudad incluso sin contar los sobrecostos previstos. Una buena parte de esos fondos se usarán para mejorar el sistema de transporte, inversión que se justifica aun sin el incentivo de las Olimpiadas. ¿Deberían las decisiones sobre inversión a largo plazo estar condicionadas a una demanda máxima que solo durará dos semanas y media? En general, a los economistas les resulta difícil entender los motivos para ofrecerse como sede de un evento como las olimpiadas. Los efectos económicos netos directos son importantes solo en contadas ocasiones y en general son negativos, y las utilidades no económicas son difíciles de verificar. ¿Se justifica el uso del erario público para financiar estos espectáculos? Tal vez: las autoridades y la población rara vez comparten las dudas de los economistas. De hecho, los países compiten ferozmente por el derecho a servir de sede. ¿Es posible que los economistas estén pasando algo por alto?

Ciertamente, según el Comité Olímpico Internacional (COI). Los juegos olímpicos, sostiene el COI, despiertan

el interés de los visitantes por los atractivos y productos de la ciudad sede. Este argumento responde a la opinión de que las olimpiadas promueven las exportaciones del país, especialmente el turismo. Este razonamiento nos merece dudas: aparentemente, un posible auge de las exportaciones promovido por las olimpiadas será limitado y efímero. Por consiguiente, iniciamos nuestra investigación con un análisis empírico de esta teoría.

Usamos un modelo “gravitacional” del comercio, según el cual el volumen de comercio entre dos países será una función de la distancia entre ellos y de varias otras variables explicativas. Se ha demostrado que este modelo explica en gran medida la variación de los niveles de comercio entre países. También añadimos una variable para tener en cuenta los efectos persistentes de las olimpiadas. Se observó que estas tienen un efecto positivo importante (superior en un 30%) en las exportaciones. Por tanto, nuestro escepticismo



Ceremonia de apertura de la Olimpiada de Barcelona en 1992.

pareció injustificado: el “efecto olímpico” permanente en el comercio es fuerte y positivo.

En nuestro estudio de 2009 observamos que todo el comercio aumenta; las importaciones aumentan en la misma medida que las exportaciones. Los resultados se sometieron también a una serie de análisis de sensibilidad. El “efecto olímpico” en el comercio es siempre positivo y considerable. Seguidamente, estudiamos otros espectáculos de gran magnitud como la Copa Mundial y las ferias internacionales, y comprobamos que también tienen un fuerte efecto positivo en el comercio.

¿Por qué aumenta el comercio en los países que actúan como sede de estas ceremonias? Las pruebas causales parecen indicar que de hecho los países anfitriones liberalizan su comercio. En julio de 2001 Beijing fue la ciudad elegida como sede olímpica. Dos meses más tarde, China concluyó exitosamente sus negociaciones con la Organización Mundial del Comercio (OMC), formalizando así su compromiso de liberalización. Esta no es una coincidencia aislada. Italia inició la convertibilidad monetaria, se incorporó a las Naciones Unidas e inició las negociaciones que propiciaron el Tratado de Roma y la creación de la CEE en 1955, el mismo año en que Roma fue elegida sede de los Juegos Olímpicos de 1960. La Olimpiada de Tokio de 1964 coincidió con el ingreso de Japón al FMI y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Barcelona fue nombrada sede olímpica en 1986, el mismo año en que España se incorporó a la CEE. La decisión de nombrar a Corea sede de la Olimpiada de 1988 coincidió con la liberalización política en ese país. Esta correlación trasciende los juegos olímpicos: la Copa Mundial de 1986 tuvo lugar en México y coincidió con la liberalización del comercio y la incorporación de ese país al GATT.

Por tanto, la verdadera explicación del “efecto olímpico” en el comercio parece ser que los países que lo liberalizan actúan simultáneamente como sede de grandes actos deportivos. El desempeño de esa función induce quizá la liberalización gracias a las actividades o a la infraestructura que trae asociadas.

Puesto que el acto de servir como sede no tiene efectos calculables distintos de los obtenidos por los aspirantes que fracasan, concluimos que el hecho de presentar una propuesta sería —exitosa o no— constituye en sí una señal. Dado que estas propuestas generalmente van seguidas de la adopción de medidas de liberalización, parece lógico suponer que el intento por actuar como sede constituye una señal de que el país desea liberalizar su comercio exterior.

¿Por qué desearía un país enviar una señal de tan alto costo? Usamos un modelo en el que el envío de esa señal genera inversiones adicionales irreversibles asociadas con el comercio y, lo que importa más, crea un clima político en el que el costo de dar marcha atrás —tanto en lo que respecta al evento en cuestión como a la liberalización— es prohibitivo. Los grandes programas de liberalización —como las grandes ceremonias deportivas— son sucesos excepcionales, costosos y sumamente visibles, con un largo período de gestación. No obstante, sus beneficios a largo plazo pueden compensar con

creces los costos a corto plazo de actuar como sede y, por consiguiente, parece acertado vincular ambos frente a la opinión pública. Los costos generalmente son asumidos por los sectores de la economía que más se benefician con la liberalización del comercio, como la ciudad sede y el gobierno nacional. Esta armonización de costos y beneficios transforma la puja por la sede en una señal efectiva de liberalización.

En nuestro estudio se omiten algunos aspectos. Brasil actuará como anfitrión de la Olimpiada de 2016 y, en 2014, de la Copa Mundial de Fútbol. Si los países usan la puja por la sede de un determinado evento como señal de que se están abriendo al mundo, ¿qué motivos podrían tener para presentar repetidamente su candidatura para otros eventos? Vancouver fue sede de la Olimpiada de Invierno de 2010, y la Olimpiada de Verano de 2012 tendrá lugar en Londres. ¿Qué ventajas puede obtener una economía liberal al ofrecerse como anfitrión? ¿Qué habría ganado Estados Unidos de haberse adjudicado —por octava vez— la sede de las olimpiadas? Evidentemente, otros factores motivan a las economías liberales a ofrecerse como sede, si bien el argumento fundamental podría ampliarse fácilmente a fin de incluir las pujas múltiples en un contexto en el que la reputación disminuye con el tiempo y debe reforzarse repitiendo las señales. Además, existen otros medios para enviar señales de liberalización. ¿Qué beneficios pueden obtenerse al actuar como sede de un gran espectáculo deportivo? Indudablemente, el problema es más complejo y queda mucho por investigar. No obstante, nuestro argumento parece acertado, sobre todo cuando se aplica a las economías emergentes que están a punto de adquirir cierta influencia internacional. La Olimpiada de 2014 tendrá lugar en Rusia; la Copa Mundial de 2010 se celebrará en Sudáfrica. Para esos países —y quizá para Brasil también— esto constituye una declaración patente de que se están transformando en miembros responsables de la comunidad mundial. Las ventajas que esto supone podrían contrarrestar el enorme costo de servir como sede.

La liberalización siempre es difícil; la mayoría de los países que la inician jamás la terminan. Por consiguiente, si un país realmente tiene la intención de liberalizar parece lógico que envíe una señal de alto costo. En otras palabras, cuando un país desea integrarse a la comunidad internacional puede indicarle esto a sus ciudadanos y al resto del mundo ofreciéndose para actuar como anfitrión de un gran espectáculo deportivo. ■

Andrew K. Rose es Profesor de análisis y política económica (Cátedra B.T. Rocca) en la Escuela de Negocios Haas, Universidad de California, Berkeley. Mark M. Spiegel es Vicepresidente de la Sección de Investigaciones Internacionales del Banco de la Reserva Federal de San Francisco.

Referencia:

Rose, Andrew K. y Mark M. Spiegel, 2009, “The Olympic Effect”, Documento de Análisis 7248 del CEPR (Londres, Centre for Economic Policy Research), también publicado como Documento de Trabajo 09-06 del Banco de la Reserva Federal de San Francisco y como Documento de Trabajo 14.854 de la National Bureau of Economic Research.



Suerte de principiante

Si la vida es como el críquet, la suerte influye mucho en el éxito profesional

Shekhar Aiyar y Rodney Ramcharan

SALIR al mercado laboral con el pie derecho, ¿cuestión de suerte o de capacidad? ¿Da lo mismo hacerlo en medio de una expansión o de una recesión? ¿Cuánto dura el efecto de un primer trabajo bueno en una carrera profesional? En torno a estos interrogantes gira la idea social de equidad. Si, por ejemplo, la fortuna del magnate informático Bill Gates fuera solamente una cuestión de suerte, no habría demasiados reparos en redistribuirla entre los menos afortunados. Pero si el éxito profesional depende solamente del empeño y de la capacidad, entonces aplicarle un régimen duro de tributación sería tan injusto como ineficiente.

De acuerdo con muchos estudios, obtener un buen empleo al salir al mercado brinda muchos beneficios a largo plazo, en términos sociales y financieros. Si fuera una cuestión aleatoria, la suerte influiría mucho en la evolución a largo plazo de una carrera profesional. Pero las cosas no ocurren así: Los graduados que muestran capacidad tienen probabilidades de ubicarse bien en su primer puesto y, en la medida en que esa impresión sobre su capacidad resulte correcta, también tienen probabilidades de cosechar éxitos a lo largo de sus carreras. Como la capacidad intrínseca no es inmediatamente visible, es difícil evaluar cuánta influencia tiene la suerte en el mercado laboral.

Los deportes, y en particular los torneos de críquet entre naciones, que duran cinco días, son un contexto ideal —aunque novedoso— para estudiar la importancia relativa de la suerte en la vida profesional. El desempeño es observable y fácilmente medible. Lo que está en juego es mucho; son contados los aspirantes que entran en un equipo nacional, y los sueldos son muy generosos. Además, el desempeño depende no solo de la capacidad, sino también de la familiaridad con las condiciones geográficas y atmosféricas locales, que varían enorme y sistemáticamente entre los países rivales. Utilizamos datos sobre todos los jugadores que debutaron entre 1950 y 1985 para separar la capacidad intrínseca de la suerte. Para eso observamos si habían debutado como locales o como visitantes, un factor que el jugador tiene pocas probabilidades de alterar y que es en gran medida cuestión de suerte.

Hogar, dulce hogar

Jugar de local resulta tener un impacto beneficioso fuerte y significativo en el desempeño del debutante en un partido de críquet entre naciones, y ese desempeño en el primer torneo resulta



Partido de críquet entre Sudáfrica y Australia en Ciudad del Cabo.

tener un profundo impacto en el resto de su carrera profesional. Para un bateador, jugar de local incrementa el promedio de bateo un enorme 33%; para un boleador, el promedio de boleo se reduce alrededor de 18%, es decir, hace posible un 18% menos de carreras por cada bateador que enfrenta (véase el cuadro).

¿Por qué importa tanto dónde debuta el jugador? En cierta medida, por la ventaja que implica competir de local en cualquier deporte. Los factores geográficos y atmosféricos también importan. En el críquet, las condiciones del centro de campo, donde se enfrentan el boleador y el bateador, pueden ser más favorables para un tipo de boleo que para otro; el grado de humedad puede alterar la trayectoria de la pelota; y el sol y la lluvia pueden determinar el estado del centro y del resto del campo.

Inglaterra es famosa por favorecer el *swing* en el boleo, en tanto que la bola rebota más alto en los campos de Australia; en India, por su parte, los centros de campo se deterioran en las últimas etapas de un torneo internacional, lo cual favorece un boleo lento. Como los jugadores de cualquier nación determinada están mucho más familiarizados con las condiciones de su propio país, la ventaja del jugador local es muy grande, y probablemente lo sea más cuanto menos expuesto esté el jugador al críquet internacional. Los debutantes suelen desconocer por completo las condiciones que existen en el extranjero.

La importancia persistente de la buena suerte

El debut es un excelente predictor de la carrera profesional. En el caso de los bateadores y de los boleadores, un buen promedio en el debut está estrechamente vinculado a un buen promedio a lo largo de toda la carrera deportiva. En nuestro estudio, esa relación se mantiene no solo en la muestra completa de jugadores, sino también en cada país participante en un torneo internacional.

Un buen debut depende tanto de la capacidad intrínseca como de la suerte. Como estamos interesados solamente en el impacto

de la suerte en la carrera profesional, empleamos una técnica de dos etapas, denominadas variables instrumentales, para eliminar la influencia de la capacidad. En la primera etapa estudiamos la relación entre los promedios de los jugadores en su debut y el lugar en que debutaron. Como el lugar es aleatorio, la parte del desempeño en el debut imputable exclusivamente al lugar se utiliza en la segunda etapa como variable explicativa del promedio obtenido a lo largo de la carrera. Este procedimiento de dos etapas aísla la influencia de la suerte en el desempeño a lo largo de la carrera deportiva. Si la suerte no fuera persistente, no habría una relación entre el promedio del debut y el promedio durante la carrera. De hecho, la relación resulta ser extremadamente significativa, pero previsiblemente su magnitud disminuye. En otras palabras, no es solo que la suerte influya en el desempeño en el debut, sino que su impacto sigue haciéndose sentir a medida que progresa la carrera profesional internacional del jugador.

Es importante señalar que nuestra estrategia econométrica depende de que el lugar del torneo internacional de críquet en que debuta el jugador sea exógeno; es decir, que no tenga que ver con la capacidad intrínseca. En el mercado laboral no deportivo, eso no suele ocurrir: todas las condiciones iniciales aparentemente exógenas podrían estar vinculadas a la capacidad. Por ejemplo, tomemos como condición inicial la etapa en que se encuentra el ciclo económico. A primera vista, no parece haber gran relación con la capacidad de los aspirantes que acaban de salir al mercado. Pero un aspirante muy capaz podría postergar la salida al mercado durante una recesión prosiguiendo sus estudios. Por el contrario, en el mundo del críquet, nadie dejaría pasar la posibilidad de jugar para su equipo nacional porque el torneo tenga lugar en el extranjero: las vacantes en los equipos nacionales son demasiado contadas, la competencia es demasiado feroz y la diferencia de sueldo entre el críquet nacional y el internacional es demasiado profunda como para que ese tipo de comportamiento sea plausible. Eso significa que es poco probable que el lugar del debut esté relacionado con la capacidad. Es precisamente porque las condiciones iniciales son exógenas —lo cual rara vez ocurre en otros mercados laborales— que el críquet entre naciones es tan bueno para examinar el impacto de la suerte en la carrera profesional.

Por qué persiste la suerte

La bibliografía sobre este tema ofrece al menos dos explicaciones posibles sobre la persistencia de la suerte, que tienen análogos exactos en nuestra muestra. Primero, los jugadores que tienen un buen debut pueden adquirir así ciertas aptitudes que

Debutante, titán

El aumento de 33% del promedio de bateo y la reducción de 18% del promedio de boleo que experimenta un jugador al debutar de local representa aproximadamente la diferencia de desempeño entre un titán y un jugador ordinario.

Por ejemplo, el promedio de bateo del gran jugador indio Sunil Gavaskar fue alrededor de un tercio más alto que el de los buenos contemporáneos como Keith Fletcher y Larry Gomes. El legendario bateador australiano Dennis Lillee tuvo un promedio 15% más bajo que el de su compañero Max Walker.

pueden resultar fructíferas a lo largo de toda su carrera. Por ejemplo, los bateadores pueden adquirir más confianza y perfeccionar su técnica cuanto más tiempo pasen durante su debut frente a buenos bateadores internacionales sin tener que salirse. Esas aptitudes pueden continuar beneficiándolos en el futuro. Esto lo denominamos *hipótesis del capital humano*. Segundo, los encargados de seleccionar el equipo nacional quizá no tengan en cuenta las diferencias en el lugar del debut al decidir quién jugará en el torneo internacional y quién será eliminado del equipo, penalizando así a los que debutan en el extranjero. Esto lo denominamos *sesgo de señal*. Obsérvese que la hipótesis del capital humano y el sesgo de señal pueden coexistir.

En base a datos sobre qué jugadores entraron o salieron de los equipos nacionales, elaboramos un modelo simple de decisiones de selección tras el debut de los jugadores. La hipótesis del capital humano se manifiesta tanto en el caso de los bateadores como en el de los bateadores: un buen debut permite adquirir aptitudes útiles. Análogamente, los seleccionadores exhiben un sesgo de señal en ambos casos, pero mucho más con los bateadores que con los bateadores. Los comités seleccionadores penalizan a bateadores y bateadores por debutar en el extranjero, pero a los bateadores de manera desproporcionada, quizá porque su desempeño tiene más probabilidades de decidir el resultado del torneo.

Empezar con el pie derecho

Sería incorrecto generalizar a todos los demás mercados laborales a partir de este estudio, pero la suerte efectivamente parece jugar un papel importante a la hora de debutar, aunque la capacidad y el empeño quizá la realcen. Por lo tanto, nuestros resultados probablemente defrauden a los puristas de ambos campos; es decir, los que consideran que el éxito depende exclusivamente de la suerte o de la capacidad. Pero debemos señalar que el mercado de los jugadores de críquet difiere de otros mercados laborales en maneras que seguramente no aumentan, sino que reducen el papel de la suerte. Tengamos en cuenta que para los seleccionadores de los equipos, el desempeño de los jugadores es fácilmente medible y las diferencias de las condiciones en uno y otro país son bien conocidas. Además, el esfuerzo que exige una selección meticulosa presuntamente es muy pequeño en comparación con la importancia de tomar una decisión acertada. Aun así, los comités seleccionadores parecen penalizar sistemáticamente tanto a los bateadores como a los bateadores por la mala suerte de haber debutado en el extranjero. Por ende, probablemente exista un sesgo parecido entre los empleadores de todo tipo, para quienes la medición del desempeño es más ambigua, las diferencias de las condiciones iniciales son más difíciles de juzgar y no habrá millones de aficionados en el mundo entero cuestionando fanáticamente sus decisiones. ■

Shekhar Aiyar y Rodney Ramcharan son economistas principales del Departamento de Asia y el Pacífico y del Departamento de África, respectivamente, del FMI.

Este artículo se basa en el estudio de la serie IMF Working Papers titulado "What Can International Cricket Teach Us About the Role of Luck in Labor Markets?" (de próxima publicación).



¿Puede caer más

Prakash Loungani

Desde una perspectiva histórica, lo que caracteriza los precios de la vivienda no es la tendencia, sino la volatilidad

EN 1625, Pieter Frantz construyó una casa en Ámsterdam, en el nuevo barrio de Herengracht. Cuando la República Neerlandesa se convirtió en una potencia mundial en la década de 1620 —y Ámsterdam creó el primer gran mercado de valores y mercados de productos básicos y futuros— el precio de la casa se duplicó en menos de una década. En el curso de los tres siglos siguientes, el precio bajó durante guerras, recesiones y crisis financieras, y cada vez se recuperó (Shorto, 2006). Cuando la casa cambió de manos en la década de 1980, su valor real (es decir, ajustado según la inflación) apenas se había duplicado en 350 años. Como inversión, no fue muy rentable.

De hecho, desde una larga perspectiva histórica, los precios de las casas de Herengracht se caracterizan no por su tendencia, sino por sus ciclos (véase el gráfico 1): la innovación y la prosperidad los empujaron continuamente al alza durante años y, aparentemente justo cuando se perfilaba la certeza de que así continuarían, un shock los echó por tierra.

Desde fines de la década de 1990, los precios de las casas

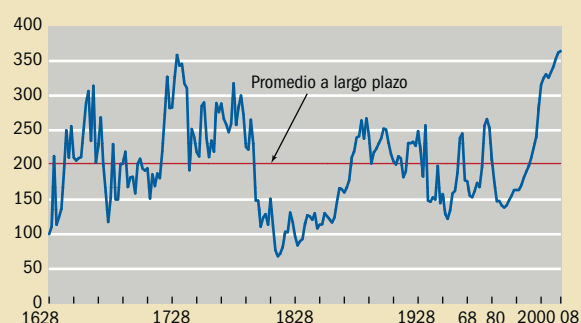
de Herengracht, y de Ámsterdam en general, se duplicaron en 10 años, y luego comenzaron a caer en picado. Ese movimiento formó parte de un ciclo mundial de auge y colapso. En Estados Unidos, los precios de la vivienda se dispararon, alimentados por innovaciones en los mecanismos de financiamiento. También subieron en Irlanda, paralelamente a una escalada histórica del crecimiento; en España y Australia, gracias a la inmigración; y en Islandia, como parte de un *boom* generado por una expansión tremenda del sector financiero nacional. En 2006, los precios

Gráfico 1

Perspectiva a largo plazo

Entre 1628 y 2008, los precios de la vivienda en el barrio de Herengracht subieron y bajaron, pero en promedio el precio real se duplicó.

(1628 = 100)



Fuente: Eicholtz, Piet M.A., 1997, "The Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973", *Real Estate Economics*, actualizado hasta 2008 por Eicholtz.



El barrio Herengracht, Ámsterdam, donde vivió Pieter Frasz.

el precio de la vivienda?

comenzaron a bajar, primero en Estados Unidos y luego en otras regiones (véase el gráfico 2).

Este ciclo de auge y colapso está considerado comúnmente como un factor importante en la crisis financiera mundial, la amenaza económica más peligrosa que ha enfrentado el mundo desde la Gran Depresión. Comprender las causas de los ciclos de los precios de la vivienda y la manera de moderarlos es importante para mantener la estabilidad macroeconómica, a nivel tanto nacional como mundial.

Necesitamos preguntarnos qué sabemos sobre la incidencia y la amplitud (las variaciones de precios entre máximos y mínimos) de estos ciclos a escala internacional, qué es lo que

El ciclo de los precios de la vivienda

El alza de los precios de la vivienda en 18 economías avanzadas¹, que arrancó a mediados de la década de 1990 y continuó durante un decenio, eclipsa el de los ciclos anteriores. La caída iniciada hace tres años sigue su curso.

Ciclo	Duración	Movimiento de los precios ²		Duración	Movimiento de los precios ³
		Alza	Baja		
De 1970 a mediados de los noventa	21 trimestres	+40%	18 trimestres	-22%	
Mediados de los noventa a 2010	41 trimestres	+114%	13 trimestres	-15%	

Fuente: Igan y Loungani (de próxima publicación).

¹Alemania, Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

²Precios reales, de mínimos a máximos.

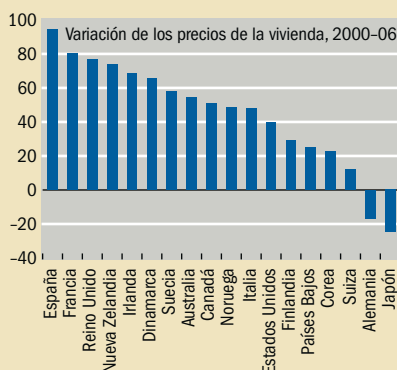
³Precios reales, de máximos a mínimos.

Gráfico 2

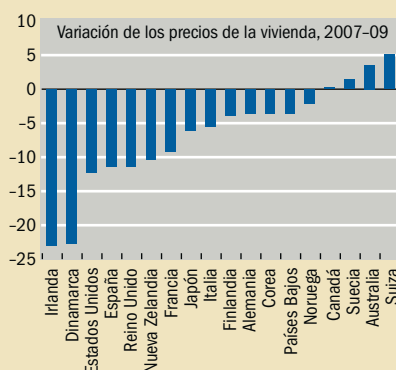
Todo lo que sube termina bajando

En 2000-06, los precios de la vivienda subieron en la mayoría de las economías avanzadas. El declive desde 2007 es igualmente generalizado.

(porcentaje)



(porcentaje)



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

los impulsa y qué nos revela este análisis sobre el futuro.

Los ciclos de la vivienda en cifras

Establecer puntos de inflexión en una serie de datos económicos es un proceso más fiable cuanto más atrás se remonta la serie. Los precios que llegan a la década de 1600, como en el barrio de Herengracht, son la excepción, no la regla. Pero en muchos miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), los datos nacionales sobre los precios de la vivienda se remontan a 1970, un plazo suficientemente largo para distinguir ciclos de precios.

Los precios de la vivienda: ¿Fundamentos o burbujas?

Robert Shiller es famoso por haber predicho el *crash* bursátil de 2000–01 en Estados Unidos (véase *F&D*, septiembre de 2008). En 2003, advirtió que los precios de la vivienda estadounidense también contenían una “burbuja”; es decir, habían subido muy por encima del nivel que podían sustentar los fundamentos económicos, como el crecimiento de los ingresos, las tasas de interés, los cambios demográficos y los costos de la construcción. Shiller mostró que la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos nunca había sido tan alta en un siglo.

Shiller considera que esas burbujas se forman porque las expectativas en torno a los precios de los activos a menudo son producto de *historias* y percepciones sociales de la realidad, así como de una confianza excesiva en los desenlaces felices. El comportamiento corrupto y antisocial de algunos puede ampliar la burbuja. En el caso del mercado de la vivienda estadounidense, según Shiller, la gente se aferró a la idea de que los precios nunca caen o de que el desenlace en esa ocasión sería diferente. La colocación de préstamos hipotecarios en manos de personas que obviamente no tenían manera de reembolsarlos y la conversión de esos préstamos en valores negociables contribuyeron a exacerbar las consecuencias de estas impresiones erradas.

Entre 1970 y mediados de la década de 1990, en promedio el alza de los precios de la vivienda en 18 economías de la OCDE duró poco más de cinco años, y en términos reales (ajustados por inflación) los precios subieron en promedio 40% (véase el cuadro). Las caídas duraron por lo general cuatro años y medio, y los precios bajaron alrededor de la mitad de lo que habían subido en la fase precedente.

Ese es el telón de fondo del ciclo corriente, que comenzó más o menos entre mediados de los años noventa y comienzos de la década de 2000 en la mayoría de los países. El alza de este último ciclo duró el doble del promedio de los anteriores (41 trimestres, en lugar de 21) y fue más pronunciada, ya que los precios aumentaron casi el triple.

Por el contrario, James Kahn, de la Universidad de Yeshiva, y Robert Rich, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, afirman que la escalada de los precios de la vivienda en Estados Unidos puede explicarse apelando a fundamentos económicos, sobre todo las expectativas en torno al aumento de los ingresos. Su análisis sugiere que la fuerte alza ocurrida entre mediados de la década de 1990 y 2007 se basó en la creencia de que el aumento de la productividad se traduciría en un aumento ininterrumpido del ingreso. Esa dinámica se invirtió en 2007, cuando el crecimiento de la productividad pareció haberse desacelerado, sofocando el auge de la vivienda y desbaratando un sistema de hipotecas que se sustentaba en un aumento constante de los precios de la vivienda. Aunque el crecimiento de la productividad estadounidense había comenzado a perder vigor en 2004, no quedó en evidencia hasta 2007, de acuerdo con Kahn.

Kahn sostiene también que debido a la naturaleza relativamente inelástica de la oferta de la vivienda, los precios pueden aumentar más rápido que los ingresos cuando el crecimiento económico es superior al promedio y pueden caer drásticamente cuando el crecimiento aminora. El ciclo de auge y colapso vivido recientemente es una manifestación perfecta de la amplificación resultante de la respuesta de los precios a la variación de los determinantes fundamentales.

Las fuerzas detrás de los ciclos de precios de la vivienda

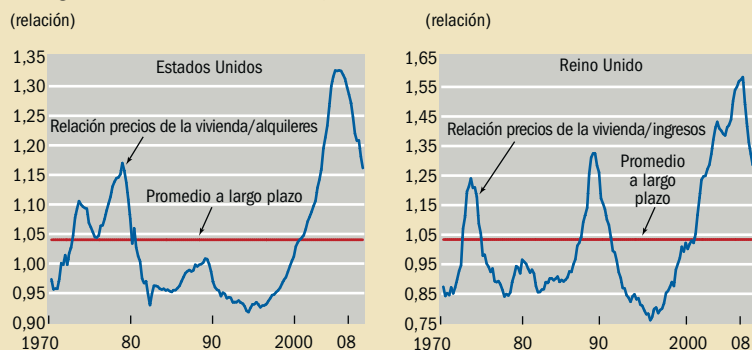
Los precios de la vivienda atraviesan los ciclos que muestra el cuadro por obra de relaciones a largo plazo y fuerzas a corto plazo.

Relaciones a largo plazo: De acuerdo con la teoría económica, los precios de la vivienda, los alquileres y los ingresos deberían moverse en tándem a largo plazo. Para saber por qué, tomemos los dos primeros. Comprar y alquilar son dos maneras de satisfacer la necesidad de albergue y por eso a largo plazo no pueden desfasarse. De lo contrario, la gente compraría en lugar de alquilar, o viceversa, provocando ajustes que terminarían equilibrando los precios y los alquileres.

Gráfico 3

De la mano

Al igual que en muchos países, en Estados Unidos y en el Reino Unido los alquileres y los ingresos van de la mano de los precios de la vivienda.



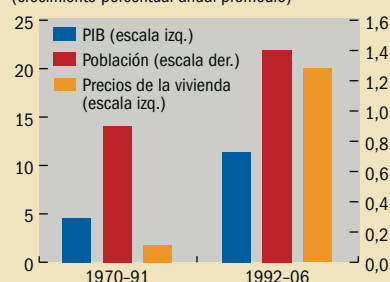
Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Gráfico 4

Los precios de la vivienda se disparan

El crecimiento vigoroso de los ingresos y de la población puede disparar los precios de la vivienda, como sucedió en Irlanda a partir de 1992.

(crecimiento porcentual anual promedio)

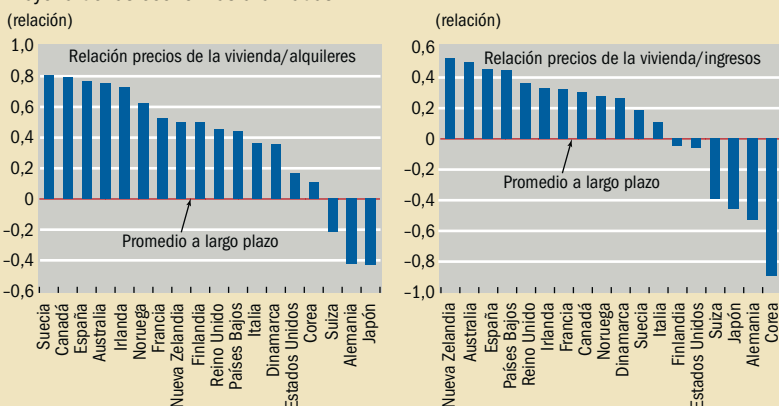


Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FMI y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Gráfico 5

¿Cuánto más pueden bajar?

Aun habiendo disminuido sustancialmente, la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos se mantiene por encima de los promedios a largo plazo en la mayoría de las economías avanzadas.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Nota: El promedio a largo plazo corresponde a 1970-2000. La relación corriente es hasta fines de 2009.

leres. Análogamente, a largo plazo, los precios de la vivienda no pueden alejarse demasiado de la capacidad de compra de la gente; es decir, de sus ingresos.

Observemos estas relaciones en Estados Unidos y el Reino Unido (véase el gráfico 3). La relación entre los precios de la vivienda y los alquileres en Estados Unidos retomó su promedio a largo plazo cuatro veces entre 1970 y comienzos de la década de 2000. Los precios subieron mucho más que los alquileres en los años setenta, pero entre 1980 y 2000 la relación precios/alquileres cayó ligeramente por debajo del promedio a largo plazo. Entre 2000 y 2006, esa relación se ubicó muy por encima del promedio a largo plazo y desde entonces se mueve nuevamente hacia él. Es decir, según este indicador también, siguiendo la amplitud de los ciclos anteriores, es posible que la corrección no haya agotado su curso. En el Reino Unido, la relación entre los precios de la vivienda y el ingreso traza una trayectoria parecida. Entre 1970 y 2000, se ubicó en torno al promedio a largo plazo, con un par de desviaciones fuertes. Desde 2006, la relación descende hacia el promedio a largo plazo, pero aún está muy por encima de él.

Determinantes a corto plazo: Mientras que las relaciones a largo plazo actúan como un ancla, a corto plazo los precios de la vivienda efectivamente fluctúan, en muchos casos con bastante fuerza y durante períodos prolongados. Una demanda con un fuerte ímpetu los empuja al alza, a menudo en un grado que no se puede atribuir del todo a fuerzas elementales. Irlanda es un buen ejemplo (véase el gráfico 4). En 1992-2006, Irlanda gozó de un sólido crecimiento del ingreso, de más de 10% al año, más del doble del promedio de las dos décadas previas. El crecimiento de la población también repuntó después de 1992. El aumento de los precios de la vivienda fue perfectamente proporcional a estos factores: casi 20% anual entre 1992 y 2006; o sea, 10 veces la tasa de las dos décadas anteriores.

Una razón por la cual los precios de la vivienda trepan con tal rapidez es que la oferta no se puede ajustar rápidamente. Otra es la interacción del mercado de la vivienda y los mercados financieros. Como la vivienda sirve de garantía, el aumento de los precios puede retroalimentarse: cuando sube el valor de la garantía, los bancos están dispuestos a prestar aún más a los hogares, lo cual aviva el auge de precios.

Además, las fuerzas fundamentales no explican íntegramente todos los movimientos de precios en todos los países en todo momento. Como señalan el economista de Yale Robert Shiller y otros economistas, los precios de la vivienda pueden estar dictados por factores psicológicos y sociológicos, que quizás amplifiquen la respuesta de los precios de la vivienda a las variables

fundamentales (véase el recuadro).

¿Más margen de caída?

Pese a los indicios de estabilización, la corrección mundial de los mercados de la vivienda continuó a lo largo de 2009. En las economías de la OCDE, los precios cayeron en promedio alrededor de 5% en términos reales entre el cuarto trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2009.

¿Cuánto más pueden caer? Es necesario tener en cuenta varios factores.

Primero, en la mayoría de los países los precios de la vivienda se mantienen muy por encima de los niveles observados cuando se inició el alza, a comienzos de la década de 2000. Segundo, siguen siendo superiores a los alquileres y los ingresos, que a menudo son sus anclas a largo plazo. El gráfico 5 muestra cuánto más tendría que caer la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos en cada país para alcanzar el promedio a largo plazo. Tercero, según los modelos econométricos en 2000-06 los precios de la vivienda subieron en un grado que no puede explicarse por las fuerzas a corto plazo ni por las relaciones a largo plazo: las correcciones registradas hasta el momento no suprimieron en su totalidad los excesos generados por el alza de los precios de la vivienda.

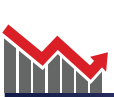
Eso lleva a una conclusión desagradable: los precios de la vivienda aún tienen margen para caer en muchos países. ■

Prakash Loungani es Asesor del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Igan, Deniz, y Prakash Loungani, de próxima publicación, "Global Housing Cycles", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House", The New York Times Magazine, 5 de marzo.



Evitar el proteccionismo

Contenedores en la terminal Maersk, Long Beach, California.

Christian Henn y Brad McDonald

Por ahora el proteccionismo comercial es limitado, pero lo peor quizás esté por llegar

LAS recesiones y sus secuelas son caldos de cultivo para el proteccionismo. Cuando el producto económico disminuye y el desempleo aumenta, es tentador culpar al comercio internacional y exportar el desempleo bloqueando las importaciones y subsidiando la industria nacional, aunque esté demostrado que esas políticas son contraproducentes.

De la Gran Depresión de los años treinta nacieron serias medidas proteccionistas que exacerbaban y dilataron el caos socioeconómico en el mundo entero.

La reciente crisis financiera internacional está considerada como la peor catástrofe económica desde entonces. Los mercados financieros se paralizaron. El producto se desplomó, sobre todo en las economías avanzadas. El comercio mundial se replegó drásticamente en los últimos meses de 2008. Sin embargo, los gobernantes del mundo entero aseguraron haber aprendido las lecciones de la Gran Depresión y prometieron que resistirían el proteccionismo. Es natural preguntarse si cumplieron con su palabra y si este fantasma se ha desvanecido del todo.

El gran colapso comercial

El comercio internacional suele declinar más que la actividad económica global durante una desaceleración. Pero la contracción repentina de 17% que sufrió entre octubre de 2008 y enero de 2009 inicialmente parecía estar desfasada de la disminución comparativamente pequeña

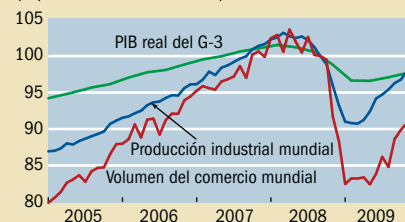
(ajustada según la inflación) del PIB durante ese mismo período, que llegó a 2% en las grandes economías avanzadas (véase el gráfico 1). Sin embargo, la gravedad del colapso del comercio no parece ser resultado de un despliegue sustancial de proteccionismo, sino más bien de una disminución mundialmente sincronizada de la demanda global que golpeó con particular dureza al comercio internacional debido a tres características centrales en los últimos años.

Primero, la compraventa de artículos duraderos y otras compras prescindibles —que ocupan un porcentaje desproporcionadamente

Gráfico 1
Desfase

En relación con la disminución del producto y de la producción industrial, la caída del comercio internacional durante los últimos meses de 2008 fue mucho más pronunciada que en recesiones anteriores.

(septiembre de 2008 = 100)



Fuentes: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos, y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
Nota: El PIB real es un promedio simple desestacionalizado del PIB de Estados Unidos, Japón y la zona del euro.

grande del comercio internacional— fue la actividad que más se resintió. La turbulencia financiera paralizó los mercados de crédito. La aguda incertidumbre imperante en los mercados financieros llevó a los consumidores a postergar la adquisición de artículos duraderos, como productos electrónicos y automotores, en una escala inusitada. Las empresas pospusieron los planes de inversión ante la caída de la demanda de los consumidores y el encarecimiento del capital, reduciendo la demanda de bienes de capital. Los bienes de capital y los bienes de consumo duraderos representan el grueso del comercio internacional de mercancías (véase el gráfico 2), pero una proporción mucho más pequeña del PIB mundial, que se compone más que nada de servicios y bienes no duraderos. A esta asimetría se le puede atribuir como mínimo la mitad del colapso del comercio (Levchenko, Lewis y Tesar, 2009; Baldwin, 2009).

Segundo, debido a la amplitud de las cadenas de oferta mundial, los componentes se compran y venden varias veces antes de producir el artículo final. Las desaceleraciones amplifican estos efectos: los bienes prescindibles tienen cadenas de oferta más extensas y en una desaceleración las empresas reducen los pedidos de insumos intermedios tanto para reducir la producción como para rebajar las existencias (Freund, 2009). Gracias a las técnicas de producción “justo a tiempo”, las empresas pueden mantener existencias menores, pero los shocks de la demanda se propagan más rápido. Esto puede explicar por qué se desplomó el comercio internacional de manera tan abrupta a fines de 2008 y comienzos de 2009, para luego nivelarse rápidamente.

Tercero, la mayor dependencia del financiamiento puede haber contribuido a la contracción del comercio mundial. Como las cadenas de oferta son internacionales, las empresas necesitan financiamiento a más largo plazo para el capital de trabajo, ya que los productos tardan más en llegar al consumidor final. Por eso el financiamiento del comercio mundial con intermediación bancaria, que crea garantías para importadores y exportadores, ha adquirido más importancia. Al menos en las primeras etapas de la crisis, el encarecimiento y la disminución de ese financiamiento tuvo un impacto negativo, sobre todo en las economías de mercados emergentes (Dorsey, 2009).

El comercio se está recuperando, pero la perdurabilidad de esa mejora aún no está asegurada. El volumen de la exportación mundial aumentó alrededor de 10% entre mayo y noviembre de 2009 (véase el gráfico 3). Las cadenas de oferta internacional parecen estar desempeñando un papel clave en la recuperación: las regiones más integradas a ellas, como Asia oriental, experimentaron el repunte más fuerte del comercio. Sin embargo, las importaciones de las economías avanzadas disminuyeron desde septiembre (véase el gráfico 4). Mantener la apertura de los mercados será especialmente importante para sustentar el comercio y propiciar una reanimación económica generalizada.

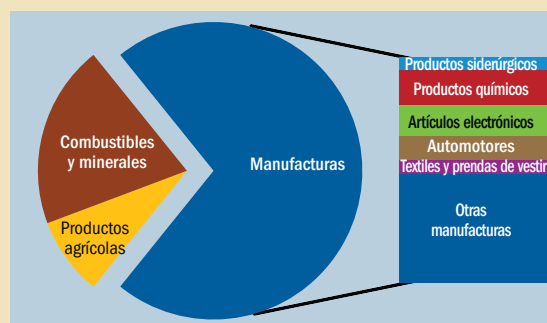
El proteccionismo parece moderado

Un factor que no tuvo mucha presencia en la contracción abrupta del comercio de bienes y servicios en 2008–09 fue el proteccionismo, que ha sido relativamente poco desde el estallido de la crisis. La Organización Mundial del Comercio (OMC) estima que menos de 1% del comercio mundial ha quedado sometido a medidas proteccionistas nuevas desde que comenzó

Gráfico 2

Compras postergables

Los artículos de consumo duraderos y los bienes de capital representan una proporción importante del comercio internacional.



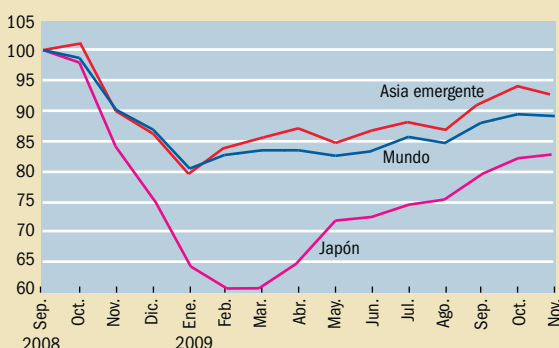
Fuente: Organización Mundial del Comercio, *International Trade Statistics*.
Nota: Los datos son de 2007.

Gráfico 3

Los más golpeados

Los países más integrados a la cadena de oferta internacional son los que se recuperaron más rápido.

(volumen de exportaciones, septiembre de 2008 = 100)



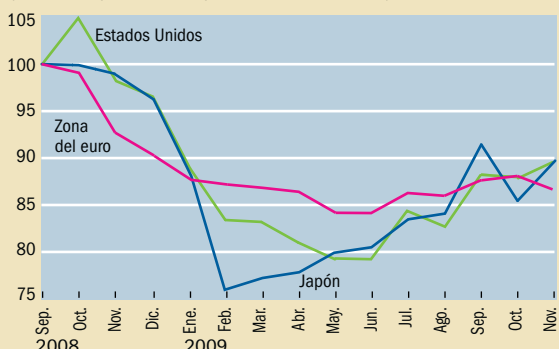
Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos.

Gráfico 4

Regresa la anemia

Tras repuntar a comienzos de 2009, el crecimiento de las importaciones en las economías avanzadas empezó a desacelerarse en septiembre.

(niveles de importación de septiembre de 2008 = 100)



Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos.

la crisis (OMC, 2009). Aunque varios países incrementaron los aranceles en algunas categorías de productos (en su mayoría estrechas), fueron pocos los que impusieron alzas más generalizadas. Muchos países en desarrollo se abstuvieron de incrementar los aranceles pese a que los topes de la OMC les daban amplio margen para hacerlo, prueba quizá de que son conscientes de la importancia de la apertura de los mercados para su propio desempeño económico y para la recuperación mundial.

Aun así, las medidas tomadas durante la crisis en el terreno del comercio pueden haber creado un campo de juego más favorable para algunos mercados. Los rescates estatales y el aumento de los subsidios quizás hayan hecho posible soslayar medidas más perniciosas, pero tendieron a favorecer a las empresas nacionales, sobre todo en el sector financiero y manufacturero. Las adquisiciones estatales también demostraron una preferencia más marcada por las empresas nacionales, que puso en desventaja a la competencia y apagó el impacto de las medidas de estímulo en el crecimiento mundial. Entre otras respuestas sutiles a la crisis mencionaremos las barreras no arancelarias, tales como la restricción de los permisos de importación y la aplicación de procedimientos aduaneros más engorrosos, así como la aparente intensificación de las normas sobre productos y las regulaciones. Por último, a medida que el comercio se recuperaba, las industrias comenzaron a acelerar las solicitudes de medidas *antidumping* en el segundo semestre de 2009 (Bown, 2009).

La experiencia de los años treinta

Los gobiernos hacen bien en recordar la experiencia de la Gran Depresión. En 1929, el Congreso estadounidense estaba preparando un aumento arancelario sustancial incluso antes del crash bursátil. La ley arancelaria Smoot-Hawley de junio de 1930, a la que se opusieron muchos economistas, provocó un agrio resentimiento y algunas represalias. Una conferencia convocada por la Sociedad de las Naciones en 1930 para evitar un ciclo proteccionista fracasó. En 1931, el deterioro del comercio internacio-

nal se agudizó. Algunas grandes economías devaluaron sustancialmente sus monedas, impusieron restricciones cambiarias o crearon cupos de importación y adoptaron aranceles mucho más altos. Privados de una política monetaria independiente, los países que mantenían un tipo de cambio fijo frente al oro tenían más probabilidades de restringir el comercio, sobre todo una vez que sus socios habían devaluado sus propias monedas.

El comercio mundial se redujo un 25% en volumen entre 1929 y 1933, y casi la mitad de esa disminución se debió al aumento de las barreras arancelarias. En Estados Unidos, el nuevo arancel incrementó la tasa promedio aplicada a las importaciones gravables de un ya elevado 40% al 47%. Sin embargo, se hizo sentir un efecto más profundo a través de la interacción de la deflación y el uso de aranceles “específicos”. Irwin (1998) concluyó que el alza de los aranceles efectivos (tanto a causa de la ley Smoot-Hawley como de la deflación) produjo una disminución de 12 a 20 puntos porcentuales de las importaciones estadounidenses entre 1930 y 1932.

Aunque el proteccionismo no causó la Gran Depresión, el aumento de las barreras arancelarias la exacerbó y, fundamentalmente, contribuyó a sofocar la recuperación. Para 1938, el producto mundial había retomado el nivel anterior a la crisis, pero con una relación comercio/PIB inferior a la de 1929, un 20% menos. Aunque las restricciones se fueron desmantelando poco a poco a partir de 1934, en algunos casos llevó décadas corregir los desastrosos de 1930–32.

Una repetición que hasta ahora se ha evitado

Dada su gravedad, la crisis reciente podría haber desencadenado un torbellino de medidas proteccionistas. Hay varias razones por las cuales no sucedió así.

- Los economistas y las autoridades públicas se apresuraron a destacar que el proteccionismo podría profundizar y prolongar la crisis. En particular, la atención que concedieron a alto nivel los líderes del Grupo de los Veinte países avanzados y de economías emergentes y la constante vigilancia de la OMC mantuvieron alerta a las autoridades (véase el recuadro).

- Las instituciones multilaterales como la OMC y el FMI imprimieron transparencia y promovieron la concienciación de los peligros del proteccionismo. Las reglas multilaterales crearon expectativas en cuanto a los tipos de medida que se consideran responsables.

- Una respuesta pronta y decidida por parte de los gobiernos para ampliar el gasto, distender la política monetaria y apuntalar el sector financiero ayudó a suavizar y acortar la crisis. El respaldo directo o indirecto a las empresas puede haber contribuido a contrarrestar la presión a favor de medidas abiertamente proteccionistas.

- En la actualidad, alrededor de 99% de los aranceles de importación se fijan *ad valorem* —como un porcentaje del valor—, con lo cual la disminución de los precios de las importaciones reduce los aranceles (OMC, 2008). En los años treinta, por el contrario, muchos aranceles eran *específicos*; es decir, subían como porcentaje del valor cuando el precio del producto importado bajaba.

- Las extensas redes de oferta mundiales y la inversión extranjera directa influyen en la economía política del comercio

Primer punto del temario político

Ya al comienzo de la crisis, los dirigentes políticos demostraron estar muy atentos a los riesgos del proteccionismo. En noviembre de 2008, los líderes del Grupo de los Veinte países avanzados y de economías emergentes (G-20) se comprometieron a abstenerse de erigir nuevas barreras en contra de la inversión y del comercio de bienes y servicios, imponer nuevas restricciones a la exportación o instituir medidas de estímulo de la exportación que contravinieran las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

En abril de 2009, el G-20 extendió ese compromiso a 2010 y solicitó a la OMC y a otras instituciones que vigilaran el cumplimiento de los países, pedido que dio renovado ímpetu a las actividades iniciadas por la OMC en octubre de 2008. Los informes de la OMC ponen de manifiesto la naturaleza y el alcance de las medidas comerciales adoptadas frente a la crisis. La respuesta del G-20 estuvo complementada por iniciativas lanzadas por otras instituciones internacionales, gobiernos nacionales y entidades no oficiales, como la alerta comercial mundial del Centro de Estudios de Política Económica.

internacional. Las empresas nacionales que tienen plantas en el exterior o dependen mucho de los insumos importados tienen fuertes incentivos para fomentar la apertura comercial, lo cual contribuye a neutralizar las presiones proteccionistas.

Lo que encierra el futuro

Aunque hasta el momento no se ha recurrido al proteccionismo tanto como se temía originalmente, las presiones continúan y, de hecho, podrían agudizarse en 2010, teniendo en cuenta que hace años que las economías avanzadas no sufren un desempleo tan elevado. Los costos de una trampa proteccionista —como riesgo para la recuperación y también como lastre para el crecimiento mundial durante años— bastarían para lanzar el llamado habitual en contra de la autocomplacencia. Pero hay otras razones para preocuparse.

Las pérdidas laborales de 2008–09 ocurrieron en un momento en que la importación se encontraba en declive, cuando el comercio se estaba contrayendo mucho más que la actividad económica global. Como las importaciones perdían cuota de mercado, los bienes producidos en el extranjero no se convirtieron en el chivo expiatorio de la pérdida de puestos de trabajo. Y las importaciones tampoco fueron el blanco elegido por los defensores de los mercados de trabajo nacionales. Pero como el comercio está comenzando a crecer más rápido que la actividad global, el movimiento de las importaciones hacia la cuota de mercado que ocupaban antes de la crisis podría incentivar el proteccionismo, sobre todo en los mercados con un desempleo elevado y en los sectores con una recuperación anémica.

Otros factores pueden promover el proteccionismo. En el pasado, los *déficits en cuenta corriente multilateral o bilateral* fueron un argumento común para restringir el comercio. Aunque la contracción comercial reciente redujo los desequilibrios externos, no está claro en qué medida resurgirán. Cuando se dismantelen las *medidas de estímulo en el sector fiscal, monetario y financiero*, las empresas y las industrias afectadas podrían comenzar a reclamar medidas proteccionistas. En vista del encarecimiento de las materias primas, algunos países podrían imponer impuestos o restricciones a las empresas que las exportan, un riesgo que quedó demostrado durante la crisis de precios de los alimentos de 2007–08. Por último, en algunos mercados emergentes la *escalada de las entradas de capital* produce una apreciación significativa de la moneda. Independientemente de que el nuevo tipo de cambio sea adecuado o no, esta situación puede crear tensiones para la capacidad de competencia de los exportadores y para los sectores nacionales que compiten con las importaciones, y generar presión para desplegar protecciones contra la importación y apuntalar la exportación.

La insensatez del proteccionismo

Imponer nuevas restricciones comerciales sería una mala respuesta a la situación que enfrenta el mundo. Además, la dificultad de eliminarlas luego significa que las políticas proteccionistas impuestas hoy podrían retrasar durante años el crecimiento económico. Afortunadamente, las autoridades reconocen el riesgo de que las medidas comerciales interfieran con la recuperación económica. Es posible que se hayan creado demasiadas restricciones, pero su aplicación ha sido relativamente limitada.

Aun así, la presión proteccionista podría intensificarse en 2010 porque el desempleo probablemente se mantenga elevado y las importaciones se recuperarán.

En el futuro próximo, tres temas centrales influirán en la evolución del comercio internacional:

El monitoreo más estricto de la política comercial tiene una influencia positiva. La identificación clara de las medidas discriminatorias —sin exagerar su frecuencia ni sus efectos— es un factor disuasivo eficaz. Hay margen para ampliar esta actividad.

Persiste la posibilidad de proteccionismo “encubierto”. Los riesgos podrían manifestarse no como aranceles aduaneros, sino a través de políticas de adquisición pública, normas sobre productos, procedimientos aduaneros u otras medidas cuyos efectos proteccionistas no son tan transparentes.

Llevar a término la Ronda de Doha sobre negociaciones comerciales multilaterales contribuirá a que los mercados se mantengan abiertos, de modo que el comercio pueda facilitar la recuperación económica y apuntalar un crecimiento sólido durante años. Reducir los aranceles, alejar la posibilidad de subsidios agrícolas que distorsionan el comercio, imprimir más transparencia a las políticas comerciales y adoptar reglas multilaterales más estrictas en ámbitos vinculados al comercio, como la asistencia alimentaria y los subsidios a la pesca, aminorarían el riesgo de conflictos comerciales y fortalecerían las relaciones económicas mundiales. ■

Christian Henn es Economista y Brad McDonald es Subjefe de División en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Referencias:

- Baldwin, Richard, compilador, 2009, *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Disponible en VoxEU.org
- Bown, Chad, 2009, “The Global Resort to Antidumping, Safeguards, and other Trade Remedies amidst the Economic Crisis”, *World Bank Policy Research Working Paper WPS5051* (Washington).
- Dorsey, Thomas, 2009, “Tambalea el financiamiento del comercio”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 46, No. 1, págs. 18–19.
- Eichengreen, Barry, y Douglas A. Irwin, 2009, “The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?”, *NBER Working Paper 15142* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Freund, Caroline, 2009, “The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence”, *World Bank Policy Research Working Paper WPS5015* (Washington).
- Irwin, Douglas A., 1998, “The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80, No. 2, págs. 326–34.
- Levchenko, Andrei A., Logan Lewis y Linda L. Tesar, 2009, “The Collapse of International Trade During the 2008–2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun”, *Gerald R. Ford School of Public Policy Research Seminar in International Economics Discussion Paper 592* (Ann Arbor, Michigan: Universidad de Michigan).
- Organización Mundial del Comercio (OMC), 2008, *World Tariff Profiles 2008* (Ginebra).
- , 2009, “Overview of Developments in the International Trading Environment” (Ginebra, noviembre).

El reto del siglo

El cambio climático debe abordarse conjuntamente con la deuda y los desequilibrios económicos mundiales

Alex Bowen, Mattia Romani y Nicholas Stern

LA economía mundial afronta tres desafíos principales: niveles muy altos de deuda pública, una amplia divergencia entre los países que ahorran y los que consumen, y la necesidad de promover una economía con menores emisiones de carbono. Las tres cuestiones están interrelacionadas y deben abordarse conjuntamente. Algunas soluciones pueden ser complementarias y otras incompatibles. El FMI puede desempeñar un papel central a este respecto.

Desafíos

Primero, en vista de la reciente crisis financiera mundial y la desaceleración del crecimiento, los gobiernos de todo el mundo han incrementado el gasto para apuntalar sus sistemas financieros y proporcionar estímulo fiscal; al mismo tiempo, los ingresos tributarios se han reducido. Ahora estos gobiernos deben hacer frente a altos niveles de deuda pública y deben mostrar a sus acreedores que tienen estrategias creíbles para la reducción del déficit a mediano plazo. Como señalan Carlo Cottarelli y José Viñals, del FMI, esto plantea un desafío financiero público, dado que si no se toman medidas, se prevé que la razón deuda/PIB de las economías avanzadas aumentará en más de la mitad, del 75% al 115%, durante 2008–14 (*F&D*, diciembre de 2009). Este desafío probablemente no se resolverá en menos de 10 años.

Segundo, los sustanciales desequilibrios macroeconómicos —en particular los desequilibrios mundiales entre el ahorro y la inversión y en la cuenta de capital— siguen caracterizando la economía mundial. Estos desequilibrios ponen en peligro las perspectivas de una recuperación del crecimiento mundial a tasas similares a las registradas a principios del milenio. Los países deudores están tratando de contener los déficits en cuenta corriente, pero los países acreedores no consiguen impulsar suficientemente el crecimiento de la demanda interna. No obstante, si los desequilibrios se corrigen de manera desordenada, podría volver a deteriorarse considerablemente la estabilidad de los sistemas financieros y los flujos de inversión y comercio. La presión política debida a los altos niveles de desempleo podría por sí sola frenar el comercio. La reducción de estos desequilibrios debería ser un proceso claro y contundente, pero gradual.

Tercero, el mundo necesita avanzar hacia una economía con bajas emisiones de carbono. El modelo actual probablemente provocará una concentración de gases de efecto invernadero (GEI) que implicará temperaturas sin precedentes en decenas de millones de años, con drásticas consecuencias. Las emisiones anuales de GEI ascienden actualmente a alrededor de 47.000 millones de toneladas métricas de equivalente a dióxido de carbono. Para tener una probabilidad del 50% de mantener el aumento de la temperatura mundial (en relación con la de mediados del siglo XIX) en 2 °C —un objetivo a largo plazo aceptado a nivel internacional para evitar un cambio climático peligroso—, las emisiones tendrían que reducirse en alrededor de 44.000 millones de toneladas métricas para 2020, en más de 35.000 millones de toneladas métricas para 2030 y de 20.000 millones de toneladas métricas para 2050. Si la economía mundial crece en 2% ó 3% cada año en los próximos 40 años (es decir, se triplica), las emisiones por unidad de producto tendrán que reducirse por un factor de alrededor de 8. Esto representa, en cualquier caso, una transformación radical, que requerirá casi una descarbonización completa de la producción de electricidad para 2050. Se necesitarán una inversión sólida y sostenida en la reducción de las emisiones y políticas cuidadosamente diseñadas para corregir las fallas del mercado causadas por las externalidades de las emisiones de GEI. Esta transformación llevará varias décadas, pero los próximos 10 años son esenciales.

Sinergia

Es crucial comprender la interrelación entre estos tres desafíos: fallar en alguno de ellos será extremadamente costoso. Algunas sinergias son especialmente importantes.

A corto y mediano plazo, el precio del carbono, a través de un mercado del carbono o de los impuestos, puede generar ingresos muy necesarios para los países y reducir los déficits públicos. Además, la inversión en infraestructura de bajo uso de carbono durante una desaceleración mundial permite aprovechar los recursos subutilizados, reduciendo el riesgo de desplazamiento de otras inversiones importantes.

A más largo plazo, un sistema de energía sin carbono representará una gran reducción de las importaciones de combustibles.

tibles fósiles, lo que tendrá un impacto positivo en los saldos comerciales de los importadores netos de dichos combustibles con déficits en cuenta corriente. También contribuirá a que las economías puedan resistir mejor los cambios drásticos de los precios de los combustibles fósiles. Además, un crecimiento con bajo uso de carbono también significará un mundo más limpio, más tranquilo, más seguro y más biodiversificado.

La transición hacia una economía con bajo uso de carbono ofrecerá importantes oportunidades de inversión. Con incentivos adecuados y marcos de política a largo plazo creíbles se estimulará la inversión privada en estas tecnologías, reduciendo algunos de los desequilibrios previstos.

El cambio tecnológico requerido para transformar nuestras economías ya está en marcha y probablemente impulsará un período de gran innovación, siempre que los posibles innovadores confíen en el compromiso a largo plazo de los gobiernos de aplicar políticas razonables sobre el cambio climático. Deben eliminarse rápidamente las fallas del mercado que frenan la innovación. La tecnología de bajo uso de carbono podría modificar nuestras economías casi tanto o más que la máquina de vapor, la electricidad o la tecnología de la información. Como en el pasado, los avances tecnológicos podrían tener un impacto sustancial en el crecimiento de la economía, impulsando una respuesta a los desafíos subrayados anteriormente.

Tensión

Pero también hay tensiones entre estos tres desafíos y las políticas conexas. Una economía con bajo uso de carbono puede implicar aumentos de los precios relativos de los productos intensivos en emisiones de carbono y sus sustitutos, algunas alteraciones, y un crecimiento ligeramente más lento de los ingresos reales durante algún tiempo. Además, algunas tecnologías de bajo uso de carbono pueden frenar la productividad, por lo menos en una etapa inicial, lo que podría reducir el apoyo del público a las políticas sobre cambio climático, dado el impacto de la recesión mundial en los ingresos reales y la confianza del consumidor. El uso de los ingresos derivados de los impuestos ambientales para reducir otras cargas impositivas podría compensar en cierta medida, pero este enfoque tiene limitaciones, dada la necesidad de reducir la deuda pública, estimular el gasto en investigación y desarrollo, y (en los países ricos) aumentar los flujos financieros hacia los países pobres para ayudarlos a adaptarse al cambio climático y a reducir las emisiones.

La reacción de los exportadores netos de combustibles fósiles durante la transición será muy importante, ya que estos podrían entorpecer los avances mediante una reducción de los precios, lo que encarecería relativamente las tecnologías alternativas. Mediante un aumento de los precios y una maximización de los ingresos a corto plazo, estos países podrían ejercer una presión excesiva sobre los presupuestos de los gobiernos y las empresas de los países importadores de energía, empeorando las posiciones ya débiles de estos países, incrementando el ahorro neto proyectado y desacelerando el crecimiento de la economía mundial. La aplicación de sólidas políticas de precios del carbono puede ayudar a contrarrestar estos problemas.

El desarrollo de la inversión privada podría ayudar a corregir uno de los desequilibrios, pero si la transición hacia una eco-

nomía de bajo uso de carbono requiere una mayor provisión de bienes públicos, como la infraestructura relacionada con la energía y el transporte y la investigación y desarrollo en las primeras etapas, podrían intensificarse las presiones sobre los presupuestos del sector público y causar el desplazamiento de otras inversiones. Se requerirán métodos innovadores de financiamiento y distribución del riesgo para las grandes inversiones en infraestructura.

El papel del FMI

Existe un estrecho vínculo entre la gestión de los riesgos y oportunidades a corto plazo y la promoción del crecimiento sostenible y la estabilidad financiera a largo plazo. El FMI tiene la capacidad necesaria para desempeñar un papel esencial al respecto, especialmente mediante la aplicación de las medidas siguientes.

- **Respaldar a los gobiernos** en el análisis y el diseño de políticas para abordar las fallas del mercado que pueden frenar la transición hacia una economía de bajo uso de carbono.

- **Apoyar la aplicación de políticas** encaminadas a aprovechar la sinergia entre las inversiones de bajo uso de carbono y corregir el desequilibrio mundial entre el ahorro y la inversión.

- **Supervisar y gestionar los riesgos** vinculados con las tensiones subrayadas anteriormente, a fin de asegurar el avance de los objetivos de política en torno a los tres desafíos citados.

- **Ayudar a generar fuentes alternativas de financiamiento** para el cambio climático a fin de respaldar las estrategias nacionales de bajo uso de carbono sin alterar la capacidad de gestión de las finanzas públicas.

- **Colaborar con otras instituciones financieras internacionales** y con las Naciones Unidas para reforzar la cooperación internacional, llegando a un acuerdo con respecto a la sinergia y las tensiones, y respaldar los métodos innovadores de impuestos, financiamiento y distribución del riesgo a nivel internacional.

En este contexto la propuesta del Fondo Verde del FMI es muy positiva. Este fondo contribuirá a respaldar la adaptación al cambio climático y la transición hacia las tecnologías de bajo uso de carbono mediante el uso de instrumentos financieros innovadores que sean más atractivos para los gobiernos que deben reducir sus déficits.

El cambio climático está vinculado a fallas del mercado a escala mundial. El reto es manejar la delicada y crucial transición hacia un nuevo período de prosperidad y estabilidad para la economía mundial. El fracaso en este ámbito podría obstaculizar la batalla contra la pobreza mundial. El cambio climático es el desafío de política y de finanzas públicas más importante del siglo. ■

Alex Bowen es Investigador Principal y Mattia Romania es Investigador Principal Visitante en el Instituto de Estudios Grantham de la London School of Economics; Nicholas Stern es Profesor titular de la Cátedra IG Patel de Economía y Gobierno de la London School of Economics y Presidente del Instituto de Estudios Grantham.

Referencia:

Cottarelli, Carlo, y José Viñals, "A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies", IMF Staff Position Note 09/22 (Washington: Fondo Monetario Internacional).



Transacciones

Randall Dodd

No todas las innovaciones financieras aumentan la eficiencia. A continuación se presentan tres innovaciones de efectos discutibles

TRES innovaciones en los sistemas de negociación electrónica de acciones y opciones han acaparado recientemente los titulares: la negociación de alta frecuencia, las operaciones ultrarrápidas o *flash* y los sistemas alternativos de negociación, también conocidos como *dark pools*. Se supone que las mejoras técnicas aumentan la eficiencia, pero estas tres innovaciones ponen en duda este supuesto y pueden plantear algunas cuestiones de interés público porque afectan la estabilidad.

El análisis de las microestructuras de mercado ayuda a esclarecer los procesos a través de los cuales se determinan los precios. Con frecuencia, los mercados parecen cajas negras mágicas. Se meten en la caja la oferta y la demanda, y una mano invisible saca el precio, como un mago que sacara un conejo de una chistera. Pero en estas cajas pasan cosas importantes. En los sistemas de negociación electrónica de valores y derivados, la microestructura dentro de la caja incluye los mecanismos que permiten a los participantes en el mercado transmitir órdenes de compra y venta (es decir, proponer precios de compra y venta), visualizar estos precios y ejecutar transacciones casando las órdenes de compra y venta. Si estas transacciones se realizan de forma inmediata y transparente, permitiendo a todos los participantes en el mercado visualizar y negociar a los mismos precios, la realidad se aproxima al ideal de la hipótesis del mercado eficiente. Si los mercados están segmentados y sus mecanismos permiten obtener ventajas informativas, se reduce la eficiencia y se socava la equidad.

En este artículo se examina cómo inciden estas cuestiones de política financiera en la eficiencia de los precios al nivel de la microestructura de mercado y cómo la regulación correctiva puede mejorar la eficiencia.

La negociación de alta frecuencia, las operaciones *flash* y los *dark pools* tienen su origen en

dos innovaciones de mercado fundamentales: los *sistemas electrónicos de negociación* y los *sistemas alternativos de negociación* (ATS, por sus siglas en inglés), ambos estrechamente relacionados. Los sistemas electrónicos de negociación se han impuesto claramente en las bolsas y los mercados extrabursátiles. Los sistemas informáticos casan automáticamente las órdenes de compra y de venta que se envían a través de computadoras. La negociación de acciones y derivados por el sistema de *corros* se ha eliminado en casi todos los mercados, salvo en los más importantes, como la Bolsa de Valores de Nueva York, e incluso en estos mercados la negociación por el sistema de *corros* coexiste con la negociación electrónica. Los ATS son sistemas automatizados de casación de órdenes que permiten realizar operaciones a menor costo, pero con frecuencia están sujetos a requerimientos de divulgación de información menos rigurosos y a normas de negociación diferentes.

Negociación de alta frecuencia

La negociación de alta frecuencia (HFT, por sus siglas en inglés), también conocida como *black box trading*, se basa en el uso de computadoras de alta velocidad controladas por algoritmos (o instrucciones a la computadora) para analizar datos, identificar oportunidades de inversión y gestionar el flujo de las órdenes hacia los mercados. Un corredor de alta frecuencia puede transmitir miles de órdenes por minuto a una bolsa y con la misma velocidad puede cancelarlas y transmitir otras nuevas. Según las estimaciones, el 90% de las órdenes transmitidas por los corredores de alta frecuencia se cancelan. Por ejemplo, si el precio de compra de una acción es de US\$9,90 y el de venta es de US\$10, un corredor de alta frecuencia podrá obtener un beneficio pequeño pero de bajo riesgo aumentando el precio de compra a US\$9,91 y reduciendo el de venta a US\$9,99 (un diferencial de 8 centavos) si el algoritmo considera



poco transparentes

que la probabilidad de que estas variaciones generen transacciones inmediatas es suficientemente alta. Si estos nuevos precios generan efectivamente transacciones inmediatas, el corredor de alta frecuencia gana el diferencial de 8 centavos por cada acción negociada de esta forma. Existe el riesgo de que solo se ejecute inmediatamente una parte de la transacción y que el retraso en la ejecución de la otra parte después de una variación de los precios de mercado genere una pérdida. Si el corredor de alta frecuencia compra a US\$9,91 pero no encuentra compradores a US\$9,99, y los precios del mercado bajan más de US\$9,91, este corredor registrará una pérdida a corto plazo.

La negociación de alta frecuencia genera grandes cantidades de dinero. El Grupo TABB, una empresa de investigación de mercados financieros, estima que los beneficios derivados de este tipo de negociación ascendieron a US\$21.000 millones en 2008, un año difícil para los mercados financieros. Los principales corredores de valores, como Goldman Sachs; los mayores fondos de inversión de alto riesgo, como Citadel, y algunas empresas independientes, como GETGO, invierten muchos recursos en supercomputadoras y programas informáticos. El alto costo de estos productos explica las famosas demandas legales presentadas el verano pasado después de que Goldman Sachs acusara a un ex empleado suyo de robar el código informático de su algoritmo. La competencia por el lucrativo negocio de la alta frecuencia es tan feroz que las empresas pagan por ubicar sus computadoras lo más cerca posible de las de los mercados y los ATS para reducir el tiempo desde que se transmite una orden al mercado hasta su ejecución. Algunos pagan por alojar sus computadoras en el mismo lugar que las máquinas de casación de órdenes. Un retraso de un microsegundo en transmitir una orden puede significar que en lugar de ser el primero de la fila —y ejecutar la transacción— se pase a ser el último, con una orden de ejecución no realizada. La ganancia por cada transacción puede ser pequeña —según Rosenblatt Securities, el ingreso medio en una negociación de alta frecuencia oscila entre US\$0,001 y US\$0,002 por acción— pero el volumen es enorme, y algunos mercados y ATS pagan descuentos a los corredores de alta frecuencia por generar grandes cantidades de transacciones. Estos corredores recibieron descuentos por valor de US\$3.700 millones en 2008. Hoy, este tipo de negociación genera, según las estimaciones, el 73% del volumen total de negociación de los mercados estadounidenses de acciones y alrededor del 20% de los mercados de opciones.

La negociación de alta frecuencia plantea algunas cuestiones de interés público. Algunos críticos señalan que la velocidad extremadamente rápida de estas operaciones provoca fluctuaciones más pronunciadas y bruscas de los precios en respuesta a un evento o noticia importante.

Otros consideran que la negociación de alta frecuencia no permite competir en igualdad de condiciones, ya que los corredores (también conocidos como creadores de mercado o especialistas) están en desventaja en comparación con el resto del mercado (conocidos como clientes). Las órdenes transmitidas al mercado por los clientes tienen prioridad frente a las transmitidas por los corredores. Esta prioridad se basa en el principio de que los mercados existen primordialmente para los clientes; el papel de los corredores es intervenir solamente cuando se necesite, para proporcionar liquidez operativa o mantener un mercado en el que exista la distinción básica entre órdenes de compra y de venta. El problema es que en algunos casos las órdenes de alta frecuencia funcionan de la misma forma que los creadores de mercado, proporcionando liquidez y un estrecho diferencial entre compra y venta, pero los corredores de alta frecuencia pueden retirarse de un mercado demasiado volátil o en el que la negociación sea demasiado lenta.

Operaciones flash

Una transacción bursátil estándar consiste en una orden de compra (o de venta), al precio (de mercado) vigente o a algún precio (límite) predeterminado. Esta orden se transmite a una bolsa (o ATS), en la que se casa automáticamente con una orden de venta. La orden de venta que se casa con la orden original de compra puede provenir de otra bolsa o ATS que forma parte del sistema de mercado nacional. En cualquier caso, todas las órdenes y todas las transacciones que se derivan de estas órdenes son públicas y todos los participantes en el mercado pueden verlas.

No es así en el caso de una operación *flash*, en la que aparece una orden transmitida a un ATS o a una bolsa durante una fracción de segundo antes de ser transmitida al sistema de mercado nacional. Si un corredor que se encuentra en el lugar donde apareció la orden *flash* puede casarla con la mejor oferta en el sistema, este corredor podrá ejecutar esa orden antes de que pueda verla el resto del mercado. El resultado es una operación *flash*. En la Bolsa de Nueva York los corredores designados, denominados especialistas, podían tener acceso a las órdenes recibidas antes que el resto de los participantes en el mercado,

pero esta práctica se eliminó para conceder igualdad de acceso a todas las órdenes.

Estas operaciones *flash* son una parte importante del modelo de negocio de algunas bolsas. La Bolsa de Nueva York prohibió esta práctica porque no es compatible con la política de promover la equidad entre los participantes en el mercado. No obstante, algunos ATS compiten codo con codo con algunas bolsas tradicionales para obtener mayor volumen de negociación y han adoptado el uso de las operaciones *flash* para atraer al público inversionista que invierte en las bolsas tradicionales.

Las operaciones *flash* plantean varias cuestiones de interés público. Estas operaciones permiten a un segmento privilegiado del mercado negociar antes que el resto del mercado o negociar con información sobre el flujo de órdenes que reciben antes que el resto del mercado. Esta práctica es una violación del principio de equidad en el mercado —consagrado, por ejemplo, en la regulación estadounidense— y de la eficiencia que este genera. También desalienta la colocación por parte de los creadores de mercado de órdenes que los exponen al riesgo sin garantizarles prioridad de negociación. Aunque no lo parezca, una fracción de segundo es mucho tiempo, dado que en las bolsas electrónicas y en los sistemas electrónicos de negociación la toma de decisiones y la transmisión de órdenes se realizan en microsegundos.

Dark pools

Los sistemas alternativos de negociación, *dark pools*, son plataformas electrónicas utilizadas por los corredores de bolsa, los inversionistas institucionales y los *hedge funds* para negociar grandes cantidades de acciones sin estar sujetos a las reglas operativas de las bolsas tradicionales, como, por ejemplo, las que exigen que las órdenes de compra y de venta se comuniquen a todo el mercado. En cambio, a través de los *dark pools*, los participantes pueden comunicar (a un público restringido) una “indicación de interés” en comprar o vender una cantidad específica de acciones a un precio determinado o por determinar. Por ejemplo, el participante de un *dark pool* puede indicar interés en comprar 40.000 acciones de IBM al precio vigente a las 14.00 h o al precio de cierre de ese día. De esta forma, el participante del *dark pool* puede realizar una venta importante con menos riesgo de hacer subir el precio.

Hay otras formas de realizar transacciones de gran cuantía. Una de ellas es separar la transacción en muchas operaciones más pequeñas y negociarlas en el mercado abierto de forma que no transmita la magnitud total de la decisión de inversión. Otra opción es realizar “una transacción en bloque”, que se negociará de manera bilateral fuera de las bolsas pero se declarará inmediatamente a la bolsa para reducir la pérdida de transparencia.

Los *dark pools* —que son propiedad de las bolsas, los corredores de bolsa o empresas independientes— utilizan una plataforma electrónica de negociación más eficiente para comprar y vender grandes cantidades de acciones y no exigen que una empresa comunique su identidad o los precios a los que está dispuesta a negociar. Las transacciones realizadas a través de estas plataformas se registran como transacciones extrabursátiles, y el volumen, el precio y tiempo de ejecución no se divulgan al público.

El uso de estas plataformas permite a las empresas realizar transacciones de gran cuantía sin el riesgo de que una gran

transacción haga subir el precio del mercado, alejándolo del precio deseado. En el mercado abierto, las empresas transmiten sus órdenes, es decir, las divulgan al público cuando pueden visualizarse a través de las bolsas. Cuando se divulgan las órdenes importantes, los participantes en el mercado pueden reaccionar subiendo o bajando sus ofertas. La negociación de alta frecuencia ha acelerado la velocidad a la que el precio de mercado responde a las nuevas órdenes.

Estas plataformas también plantean varias cuestiones de interés público. Una de ellas es que el volumen de negociación, así como la divulgación de las órdenes de compra y de venta, se ocultan del proceso de descubrimiento de precios que se produce en las bolsas y los ATS. Esta actividad también fragmenta el mercado y permite a los que participan en *dark pools* transmitir una “intención”, que no figura como una orden en los mercados públicos. Esto crea diferencias en el acceso a la información del mercado pertinente. Además, la negociación en los *dark pools* no está sujeta a la supervisión de las autoridades que monitorean la actividad bursátil.

Inclinar la balanza

Las innovaciones técnicas pueden generar mecanismos potentes para aumentar la productividad. Pero los cambios derivados de estas innovaciones también pueden contribuir a que los reglamentos y mecanismos institucionales queden obsoletos. Los nuevos sistemas de negociación pueden alterar profundamente el equilibrio de poder y las reglas del juego en el mercado. La negociación de alta frecuencia también es una lucha entre el hombre y la máquina. Aunque por sí solo no crea asimetría o desigualdad de condiciones —y aumenta la liquidez en el mercado—, este sistema parece poner en desventaja la velocidad de deliberación del ser humano. La negociación de alta frecuencia puede reducir los beneficios de las órdenes de *stop* para los inversionistas tradicionales, que las utilizan para gestionar el riesgo. Puede convertir un error, como una gran orden de venta equivocada, en un episodio de turbulencia sistémica al provocar instantáneamente otras reacciones automáticas frente al error inicial. La interacción de varios programas de alta frecuencia que compitan entre sí puede tener consecuencias imprevisibles.

Las operaciones *flash* crean un acceso privilegiado a cierta información para un segmento del mercado. Las órdenes *flash* solo generan un beneficio privado a los ATS que buscan captar volumen de negociación de otros lugares. En los *dark pool* se hace un esfuerzo deliberado para no divulgar información sobre las órdenes ni los precios al mercado público.

Las autoridades regulatorias, algunas de las cuales celebraron estas innovaciones hace unos años, supervisan ahora estas plataformas electrónicas. La Comisión de Valores de Estados Unidos ha propuesto diversas normas para prohibir las operaciones *flash* y exigir a los *dark pools* que divulguen más información. La Comisión de Mercados de Futuros de Materias Primas de Estados Unidos ha declarado que seguirá analizando la evolución de estas actividades y está estudiando la respuesta regulatoria adecuada para garantizar la estabilidad y el acceso equitativo de todos los inversionistas a los mercados. ■

Randall Dodd es Experto Principal del Sector Financiero del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.



Impacto diferenciado

*Pelin Berkmen, Gastón Gelós, Robert Rennhack
y James P. Walsh*

LA crisis financiera originada en las economías avanzadas asestó un golpe al crecimiento del resto del mundo durante 2008–09. Algunos países, sin embargo, no lo sufrieron tanto como otros. ¿Se debió su relativa inmunidad a un grado diferente de apertura comercial o financiera, de vulnerabilidad subyacente a factores externos o de solidez de las políticas económicas?

Para responder ese interrogante, se analizó la revisión de los pronósticos de crecimiento del producto bruto interno (PBI) antes y después de la crisis en una muestra de 40 mercados emergentes y otra de 126 países en desarrollo (que incluía mercados emergentes). Luego se evaluó la importancia de una amplia gama de factores que podrían explicar la diferente magnitud de esas correcciones. Esta metodología hace innecesario controlar el efecto de las diferencias de la tasa de crecimiento atribuibles a diferentes niveles de desarrollo o posiciones cíclicas, o el de otros factores no relacionados con el impacto de la crisis, y además permite incorporar los efectos a corto plazo esperados de las políticas. Se utilizaron proyecciones

de analistas privados de *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) para calcular la variación de las proyecciones de crecimiento para 2009 entre enero-junio de 2009 y enero-junio de 2008, así como las variaciones de los pronósticos de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

Las correcciones al crecimiento previsto para 2009 oscilan entre –18% y –1,5%. La mayor caída corresponde a los países de Europa oriental y de Asia central, mientras que los efectos en América Latina fueron mucho menores (véase el gráfico 1). Los países con sistemas financieros internos más apalancados y un aumento más rápido del crédito al sector privado tendieron a sufrir mayores revisiones a la baja. La flexibilidad del tipo de cambio claramente contribuyó a amortiguar el impacto del shock, registrándose resultados significativamente peores en los países con una paridad cambiaria fija.

Cómo se habría propagado la crisis

La crisis puede haberse propagado desde las economías avanzadas al resto del mundo por

Por qué la crisis golpeó más a unos países que a otros

diversas vías, como los *vínculos comerciales y financieros*. Asimismo, los países con *vulnerabilidades* —importante déficit de cuenta corriente, alto endeudamiento, bajo nivel de reservas o fuerte aumento del crédito— quizás hayan sido más proclives a sentir los efectos de la recesión mundial que los que aplicaban *políticas* eficaces, como un tipo de cambio flexible, una posición fiscal sólida o un marco institucional creíble.

En los 40 mercados emergentes analizados, los *factores financieros* parecen haber influido de manera clave en la magnitud de la corrección del crecimiento. En particular, los que experimentaron un fuerte auge del crédito eran más vulnera-

bles a la desaceleración: el apalancamiento, medido como la razón entre créditos y depósitos, y el incremento acumulado del crédito resultan significativos como variables explicativas en diversas especificaciones. Los resultados indican que, si los países del cuartil más apalancado de la muestra (siendo el apalancamiento medio igual al 185% del PIB) hubieran tenido las mismas tasas de apalancamiento que los del cuartil menos apalancado (83%), la corrección habría sido, en promedio, 4,1 puntos porcentuales más pequeña. El efecto es solo ligeramente menor en el caso del aumento del crédito: si en el cuarto que representan los países de más rápido incremento acumulado del crédito (de casi 350% en promedio), el ritmo de aumento hubiera sido igual al de los países en el cuartil de aumento más lento (una tasa media de solo 14%), la corrección del crecimiento previsto habría sido 3,3 puntos porcentuales menor (véase el gráfico 2).

Los países con *tipos de cambio más flexibles* tendieron a sufrir menores correcciones del crecimiento esperado, mientras que, en su mayor parte, las revisiones a la baja fueron mayores (en promedio, superiores a 2 puntos porcentuales) en aquellos con paridad cambiaria fija.

El *saldo de reservas de divisas internacionales* —medido como proporción del PIB, las exportaciones o la deuda a corto plazo— no tuvo un efecto estadísticamente significativo en las correcciones del crecimiento. Este resultado es similar al observado por Blanchard (2009), lo que indicaría que quizás el valor de las reservas internacionales disminuye fuertemente una vez que las reservas crecen por encima de un nivel considerado suficiente como protección contra los riesgos. De hecho, varios de los países cuyas proyecciones de crecimiento sufrieron las mayores correcciones, particularmente de Europa central y oriental, tenían un nivel de reservas internacionales similar al de algunos de los países menos afectados de Europa y América Latina.

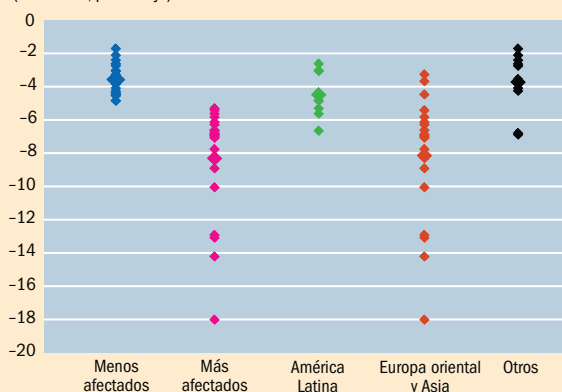
Respecto de la *política fiscal*, surgen evidencias —algo menos concluyentes— de que la brecha fiscal primaria (la diferencia entre el saldo primario real y el que permitiría mantener constante la deuda pública como porcentaje del PIB) se vincula

Gráfico 1

Corrección a la baja

La recesión mundial obligó a corregir los pronósticos de crecimiento para la mayoría de los países. América Latina tuvo mejores resultados que Europa oriental y Asia central.

(corrección, porcentaje)



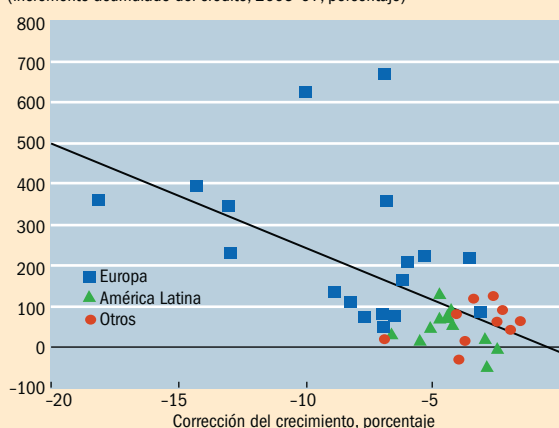
Fuente: Cálculos de los autores basados en *Consensus Economics*.

Gráfico 2

Aumento del crédito

En general, los países con un rápido aumento del crédito sufrieron correcciones mucho más pronunciadas de las proyecciones del producto que aquellos donde el crédito creció menos.

(incremento acumulado del crédito, 2005-07, porcentaje)



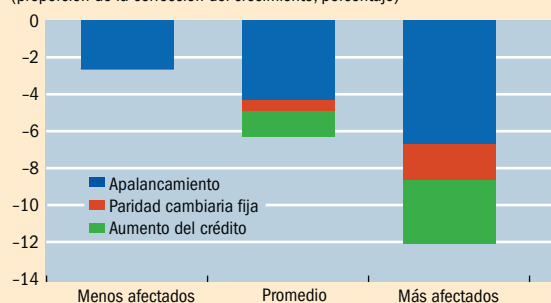
Fuentes: Cálculos de los autores basados en *Consensus Economics*; y FMI, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3

El problema es el endeudamiento

El apalancamiento explica virtualmente toda la corrección del crecimiento en los países menos afectados, dos tercios en el país promedio y aproximadamente la mitad en los más afectados.

(proporción de la corrección del crecimiento, porcentaje)



Fuente: Cálculos de los autores.

positivamente con una mejor evolución del crecimiento. Esto reafirma la noción de que los países que aplicaban políticas fiscales prudentes antes de la crisis mundial eran menos proclives a sufrir crisis de confianza y más aptos para adoptar medidas de estímulo durante el declive económico.

Vínculos comerciales

También se utilizaron datos de *Perspectivas de la economía mundial* (de cobertura más amplia que *Consensus Forecasts*) para examinar las correcciones de las proyecciones del crecimiento respecto de 126 economías en desarrollo (que incluían mercados emergentes) y analizar si otros canales, como los vínculos comerciales, fueron un factor importante en un conjunto más amplio de países.

El canal del comercio es importante en esta muestra, aunque no en el caso de los mercados emergentes. Si bien el grado de apertura comercial no sería decisivo, la composición del comercio sí marca una diferencia significativa. En particular, la proporción de materias primas en las exportaciones totales coincide con menores revisiones a la baja del crecimiento esperado. El porcentaje de las manufacturas en las exportaciones totales se correlaciona con un peor desempeño del crecimiento en todos los países en desarrollo, como ya se señaló en la edición de *Perspectivas Regionales* de 2009 correspondiente a Asia y el Pacífico. Esta observación respaldaría la idea de que los países que exportan bienes manufacturados a las economías avanzadas han sido severamente afectados por la menor demanda en estos mercados, mientras que a los exportadores de alimentos parece haberles ido mejor.

Los resultados indican, en general, que la transmisión de los shocks a los países con menos vínculos financieros con el mundo (como las economías de bajo ingreso) tiende a ocurrir predominantemente por la vía del comercio, mientras que el canal financiero es más relevante en los países que tienen vínculos financieros estrechos con las economías avanzadas, donde se originó la crisis. La fuerte caída de la financiación del comercio al final de 2008 claramente afectó a casi todas las economías: las avanzadas, de mercados emergentes y en desarrollo.

Lecciones de política económica

En los países de mercados emergentes, el shock parece haberse transmitido principalmente a través de los canales financieros, especialmente el rápido aumento del crédito y el alto apalancamiento, al tiempo que la paridad cambiaria fija agravó los daños. El apalancamiento explica virtualmente toda la corrección del crecimiento en los países menos afectados por la crisis, aproximadamente dos tercios de la registrada por el país promedio y poco más de la mitad de la correspondiente a los países más afectados (véase el gráfico 3). El aumento del crédito explica una porción significativa de la corrección del crecimiento del país promedio así como de los más afectados. Ninguno de los países menos afectados tenía una paridad cambiaria fija, mientras que la falta de flexibilidad del tipo de cambio explica una parte sustancial de la corrección del crecimiento de los países más afectados. Hay asimismo cierta evidencia de que los vínculos comerciales incidieron en

la transmisión de la crisis, especialmente entre los países en desarrollo no considerados como mercados emergentes.

De este intento de explicar por qué algunos países en desarrollo y de mercados emergentes atravesaron la crisis mejor que otros surgen algunas posibles lecciones para la política macroeconómica:

- La flexibilidad del tipo de cambio es crucial para aminorar el impacto de los grandes shocks.
 - La regulación prudencial y la supervisión deben apuntar a impedir la acumulación de factores de vulnerabilidad vinculados con los auges crediticios, como un excesivo apalancamiento bancario.
 - Algunos datos —menos contundentes— respaldarían la idea de que mantener una sólida posición fiscal durante épocas favorables permite a los países enfrentar los shocks, como los generados por la crisis mundial, con políticas anticíclicas.
- Los resultados de este estudio son de carácter preliminar, por lo que se necesitará avanzar más en la investigación para comprender cabalmente el efecto de las respuestas de política macroeconómica y otros factores institucionales y estructurales en la duración de las recesiones en cada país y en la velocidad y magnitud de la recuperación del crecimiento. ■

Pelin Berkmen es Economista y James P. Walsh es Economista Principal del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI; Gastón Gelós es Representante Residente del FMI en Argentina y Uruguay, y Robert Rennhack es Subdirector del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Este artículo se basa en IMF Working Paper 09/280, "The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact".

Referencias:

- Blanchard, Olivier, 2009, "Global Liquidity Provision", presentación realizada en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 31 de agosto.
- Consensus Economics, Consensus Forecasts (diversas ediciones).
- Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la economía mundial, diversas ediciones (Washington).
- , 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, mayo).



Visite la nueva librería
del FMI en Internet:
www.imfbookstore.org



Repercusiones de la crisis

Las crisis de los mercados financieros en Estados Unidos y el Reino Unido tuvieron repercusiones en el resto del mundo que explican la sincronización de la desaceleración mundial

Procesamiento de trigo australiano para exportación.

Trung Bui y Tamim Bayoumi

LA reciente crisis mundial —la más profunda y generalizada desde los años treinta— ha vuelto a centrar la atención en los efectos de contagio entre países. ¿Se debió la sincronización de la desaceleración mundial a la magnitud y características de los problemas financieros? Si antes de la crisis se hubiese previsto el alcance del desplome financiero en Estados Unidos (y el Reino Unido), ¿habríamos pronosticado una desaceleración mundial sincronizada? Hay buenos motivos para pensar que sí.

Identificación de los efectos de contagio

Comprender los ciclos económicos internacionales nunca ha sido fácil. Sabemos que las recesiones y las reactivaciones de los países están vinculadas entre sí, sobre todo con el ciclo económico en Estados Unidos; pero no es fácil discernir si los shocks mundiales (como las alzas del petróleo) explican el ciclo económico de Estados Unidos, o si los shocks en Estados Unidos (por ejemplo, derivados de la política monetaria) determinan la evolución de la economía mundial. El conocido dicho “Cuando la economía de Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfría” implica una relación causal entre Estados Unidos y el resto de la economía internacional que, estadísticamente, ha sido difícil de comprobar.

Además, desenredar la telaraña de los ciclos económicos mundiales exige un análisis detenido de la importancia relativa de los vínculos más importantes en el comercio, los mercados financieros y los precios de las materias primas. Aunque el volumen del comercio mundial se ha triplicado en las últimas dos décadas, y el de los flujos financieros transfronterizos se ha multiplicado por nueve, los economistas no han podido diferenciar entre estos distintos cauces posiblemente interrelacionados. Es evidente que la crisis reciente comenzó en el sec-

tor financiero de Estados Unidos. ¿Es tal la importancia de las interrelaciones financieras como para que controlen los cauces comerciales convencionales entre las principales regiones de economías avanzadas?

En un artículo reciente (Bayoumi y Bui, 2010) que amplía el estudio de Bayoumi y Swiston (2009) se examinan las repercusiones que tiene la tasa de crecimiento del PIB real entre las regiones económicas más avanzadas: Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro. A efectos de construir un modelo mundial de shocks, incluimos un agregado de países industriales más pequeños, cuyo comportamiento podría posiblemente atribuirse a shocks mundiales. Empleamos datos de principios de los años setenta hasta fines de 2007 para cuantificar la magnitud de los efectos entre estas regiones y conocer los cauces por los que operan. Lamentablemente, el período examinado no nos permitió utilizar datos de muchos mercados emergentes, incluida China. Además, la zona del euro como tal se formó a fines de los noventa, pero durante la totalidad del período de la muestra el núcleo de países europeos continentales siguió su largo proceso de integración económica.

Utilizamos una metodología innovadora para conocer la dirección de causalidad mediante la comparación de la gravedad de los shocks entre los países a lo largo del tiempo con la vinculación entre esos países (Rigobon, 2003). En otras palabras: si, por ejemplo, los shocks en Estados Unidos son más pronunciados que los de Japón y, simultáneamente, se estrecha el vínculo entre el crecimiento de Estados Unidos y el de Japón, suponemos que el efecto de contagio se produce de Estados Unidos hacia Japón (por lógica, un shock mayor en Estados Unidos se traduce en una mayor correlación observada). Basándonos en una gama de posibles cambios en el comportamiento de los países, estimamos el grado de incertidumbre asociado con la dirección de

causalidad detectada. En el enfoque tradicional, en cambio, esta cuestión se examina adoptando supuestos acerca de la dirección de causalidad, en lugar de estimarla a partir de los datos. Según nuestro estudio, los datos no confirman los supuestos simplistas del enfoque tradicional. Además, las fuentes de los efectos de contagio pueden descomponerse por cauces, utilizando variables que representan los posibles canales del ciclo (la contribución de las exportaciones a las tasas de crecimiento de Estados Unidos, Japón y la zona del euro para medir los vínculos comerciales; la variación de las cotizaciones bursátiles, del rendimiento de los bonos y de las tasas de interés a corto plazo en estas regiones para medir los vínculos financieros, y los precios del petróleo y las materias primas no combustibles, para los vínculos que se producen por la vía de las materias primas).

Efectos entre países: Dirección y magnitud

Calculamos la magnitud de los efectos de contagio sobre otras regiones de un shock de un 1% del PIB real de Estados Unidos, Japón, el Reino Unido, la zona del euro y el resto del mundo (gráfico 1). En el panel superior, que indica el impacto en esas regiones de un shock del PIB real de Estados Unidos de un 1%, se constata que los shocks de Estados Unidos tienen repercusiones significativas a corto plazo que se acumulan con el tiempo. Dos años más tarde, un shock de esa magnitud incrementa el PIB real de esas regiones entre 0,4 y 1 punto porcentual, un efecto significativo si recordamos que en Estados Unidos la proporción entre el comercio exterior y el comercio total es menor que en otros países. En general, los efectos de contagio son estadísticamente significativos, incluso cuando se tiene en cuenta la incertidumbre en torno a la dirección de causalidad entre las regiones.

Los efectos que se originan en la zona del euro tienden al comienzo a ser de magnitud similar a los que proceden de Estados Unidos, pero disminuyen hasta volverse insignificantes (el grupo que engloba al resto del mundo es una excepción). Los efectos originados en Japón hacia otras regiones suelen ser leves e insignificantes, lo que coincide en general con el efecto mínimo que tuvo sobre el crecimiento mundial la “década perdida” de Japón en los noventa. Los efectos correspondientes a las dos regiones restantes son significativos y se vuelven más pronunciados con el tiempo, pero son de signo opuesto. Con el tiempo, un shock positivo del PIB real del Reino Unido eleva el producto en otros países (excluido el resto en mundo). Curiosamente, el efecto sobre la economía de la zona del euro, que es mucho más grande, aumenta a lo largo del tiempo en forma constante. Por lo tanto, aunque los efectos a corto plazo tienden a originarse en la zona del euro y a propagarse hacia el Reino Unido, a largo plazo sucede exactamente lo contrario. Por último, un mayor producto del resto del mundo tiende a ocasionar una menor actividad en las otras regiones principales.

La explicación es intuitiva. Obsérvese que las dos regiones con grandes centros financieros tienen efectos de contagio que se intensifican gradualmente. Estos son más pronunciados en el caso de Estados Unidos, que ejerce una función más importante en los mercados financieros mundiales y cuya economía es más grande que la del Reino Unido. En cambio, los efectos de contagio de la zona del euro, cuyos vínculos con las otras regiones son, sobre todo, comerciales, disminuyen con el tiem-

po; en Japón, con una apertura al comercio exterior menor que la de la zona del euro y una limitada presencia como centro financiero, los desbordamientos son pequeños.

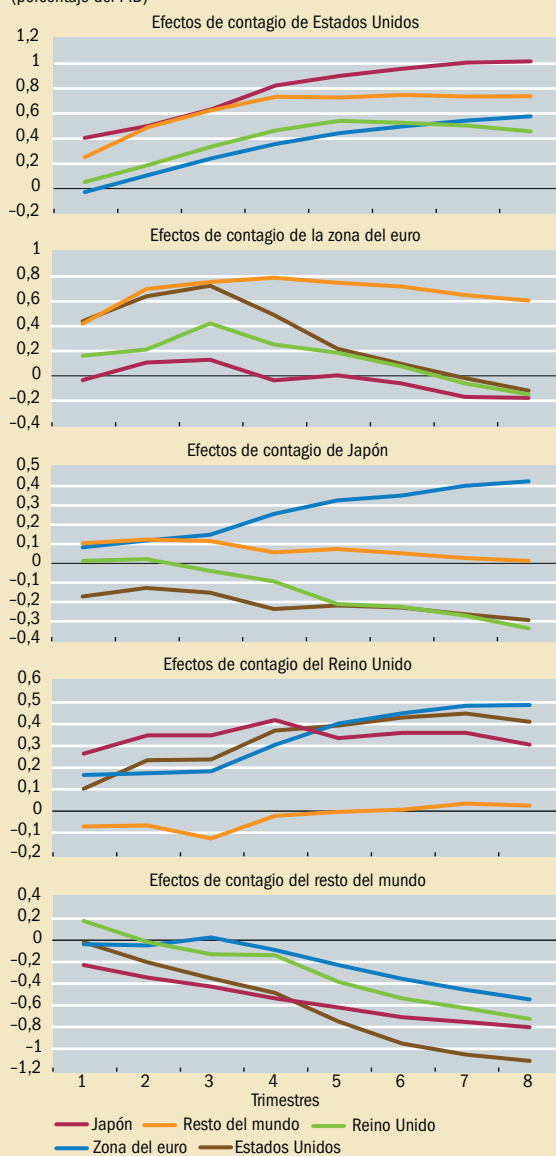
Los efectos de contagio del resto del mundo (que incluye productores de materias primas, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda) parecen obedecer principalmente a los shocks por la vía de las materias primas. Esto explicaría por qué los shocks positivos sobre el PIB real del resto del mundo tienen efectos negativos en otras regiones. Asimismo, explica por qué la magnitud de los efectos positivos de otras regiones sobre el resto del

Gráfico 1

Factores del ciclo económico

Los efectos de contagio de Estados Unidos y el Reino Unido aumentan gradualmente con el tiempo.

(porcentaje del PIB)



Fuente: Bayoumi y Bui (2010).

Nota: Efecto de contagio sobre todas las demás regiones durante dos años posteriores a un shock del 1% del PIB real.

mundo corresponde aproximadamente al tamaño relativo de esas regiones en la economía mundial y, por lo tanto, su peso en la demanda de materias primas: los efectos derivados son más pronunciados en el caso de Estados Unidos y la zona del euro, pero mínimos en el Reino Unido. En resumen, los shocks financieros de Estados Unidos y el Reino Unido, junto con los imprevistos en el mercado de materias primas, parecen explicar el ciclo económico mundial, en tanto que la zona del euro y Japón desempeñan una función relativamente menor.

Examinamos la validez de esta interpretación de dos formas. Primero, observamos que explica la “gran moderación”, la generalizada caída de la volatilidad macroeconómica en muchas economías avanzadas en los años ochenta. Cuando analizamos los resultados de la primera y segunda mitad de la muestra, la disminución de la magnitud de los shocks de Estados Unidos y el Reino Unido es mucho mayor que la de las otras regiones. Esto parece indicar que la “Gran moderación” se debió principalmente a shocks más pequeños en las dos economías con grandes centros financieros y que esto proporcionó un entorno más estable para el resto del mundo.

Origen de los efectos de contagio

En nuestra segunda prueba examinamos las fuentes de los efectos de contagio para saber si apoyan nuestros supuestos de que los vínculos financieros son relativamente grandes en Estados Unidos y el Reino Unido, y en el resto del mundo lo son los vínculos de las materias primas. Los resultados de este análisis se indican en el gráfico 2. El tamaño de cada barra representa la magnitud media de los efectos de contagio (durante dos años) de cada región; un 0,5% para Estados Unidos, 0,4% para el resto del mundo, una cifra algo menor para la zona del euro y el Reino Unido, y una cifra insignificante para Japón. La zona del euro es un punto de referencia útil porque sus efectos de contagio financieros, comerciales y atribuibles a los precios de las materias primas son de magnitud similar. En Estados Unidos, en cambio, y sobre todo en el Reino Unido, predominan factores del mercado financiero; en el resto del mundo tienen mayor

peso factores relacionados con las materias primas. Esta forma de identificar los vínculos se basa en un enfoque totalmente diferente del que se emplea para estimar la magnitud de los efectos de contagio, y corrobora en forma significativa nuestra hipótesis inicial de que los efectos que tienen origen en Estados Unidos y el Reino Unido son principalmente de tipo financiero, en tanto que los del resto del mundo se producen principalmente a través de los mercados de las materias primas.

Explicación de la crisis reciente

Nuestros resultados ayudan a explicar el carácter mundial del auge de los años 2000 y la gravedad de la consiguiente desaceleración mundial. Una serie de shocks positivos en Estados Unidos y el Reino Unido (y los mercados internacionales) provocó un auge financiero cuyos efectos impulsaron el crecimiento en todas las principales economías avanzadas. No obstante, este auge sembró las semillas de su propia destrucción; entre otras formas, a través de alzas sincronizadas de las materias primas. Cuando los excesos financieros del mercado de la vivienda en Estados Unidos empezaron a reducirse a fines del 2007, y poco después hicieron eclosión la crisis del mercado de la vivienda en el Reino Unido y la crisis financiera mundial, estos shocks terminaron arrastrando a las economías avanzadas pese a la masiva intervención monetaria y fiscal en esos países. Esto confirma nuestra premisa: los vínculos financieros son importantes y los shocks financieros que emanan de Estados Unidos y el Reino Unido tienen grandes repercusiones para el resto de la economía mundial.

No podemos, sin embargo, explicar todos los fenómenos observados durante la crisis. La insólita sincronización de la recesión se debió en gran medida al pánico financiero que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, y a la súbita y consiguiente contracción del gasto en bienes de consumo duraderos y de inversión que, a su vez, tuvo breves, pero acusadas repercusiones comerciales (Kose, Otrok y Prasad, 2010). No obstante, los mercados emergentes vinculados a las economías avanzadas principalmente a través del comercio están registrando un rápido repunte; la reactivación en las economías avanzadas, cuyos vínculos financieros son mucho más extensos, está resultando más lenta y dolorosa. ■

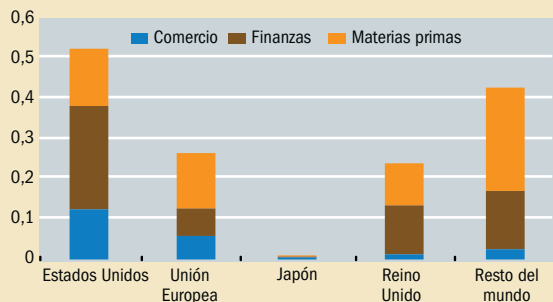
Trung Bui es Oficial de Investigación y Tamim Bayoumi es Asesor Principal en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Gráfico 2

Vínculos financieros

Los efectos de contagio de Estados Unidos y el Reino Unido son en gran medida financieros; en el resto del mundo, predominan los que operan a través de las materias primas.

(porcentaje del PIB)



Fuente: Bayoumi y Bui (2010).

Nota: Contribución a los efectos de contagio promedio durante dos años después de un shock en todas las demás regiones de un 1% del PIB real de cada país.

Referencias:

- Bayoumi, Tamim, y Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries”, *IMF Staff Papers*, vol. 56, No. 2, págs. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, y Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?”, de próxima publicación como *IMF Working Paper* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok y Eswar Prasad, 2008, “¿Cuánto desacoplamiento? ¿Cuánta convergencia?”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 45, No. 2, págs. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, No. 4, págs. 772–92.



Una historia de dos regiones

El comportamiento del crédito de los bancos extranjeros a los mercados emergentes durante la crisis internacional no fue igual en todos los continentes

Jorge Iván Canales-Kriljenko, Brahima Coulibaly y Herman Kamil

El crédito otorgado por bancos extranjeros es un componente importante de los flujos de capital internacionales hacia los mercados emergentes, y constituye una característica distintiva de la globalización financiera. En los años previos a la crisis reciente, dicho crédito se expandió con rapidez, y fue canalizado tanto desde las casas matrices de los bancos en el extranjero, como a través de sus filiales locales establecidas en los países emergentes. En muchos países, sobre todo en América Latina y en los mercados emergentes de Europa, los bancos extranjeros fueron una fuente significativa de financiamiento para hogares y empresas. Con sus pros y sus contras, la actividad de los bancos extranjeros parecía haber fomentado la competencia y contribuido a la estabilidad financiera global.

Sin embargo, durante la contracción crediticia mundial, los bancos extranjeros se tornaron en un potencial mecanismo de transmisión de la crisis de las economías avanzadas hacia los mercados emergentes. Lo que más se temía era que, al igual que en crisis anteriores, los flujos bancarios se interrumpieran repentinamente, trastornando la estabilidad macroeconómica y desbaratando los esfuerzos de recuperación económica.

Pero la situación de América Latina tomó un rumbo bien distinto del de las economías emergentes de Europa. América Latina no sufrió un cese repentino de los flujos de capital, sino que el crédito de los bancos extranjeros continuó creciendo, aunque a un ritmo más moderado. A fines de septiembre de 2009, el total de créditos activos de bancos extranjeros en América Latina era ligeramente superior al nivel de un año antes, cuando el colapso de Lehman Brothers hizo tambalear las finanzas internacionales. En los mercados emergentes de Europa, por el contrario, el crecimiento de los préstamos de los bancos globales sufrió una caída pronunciada cuando el crédito mundial comenzó a desacelerarse a mediados de 2007, y para comienzos de 2009 había entrado en terreno negativo (véase el gráfico 1). ¿Qué explica esta divergencia?

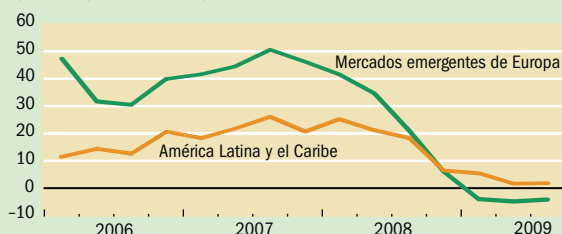
Una diferencia clave entre ambas regiones fue la contribución de los bancos extranjeros al rápido crecimiento del crédito interno en los mercados emergentes de Europa durante la gestación de la crisis. La mayoría de estos mercados experimentaron un *boom* crediticio alimentado por bancos de Europa occidental con operatoria internacional (radicados principalmente en Austria, Bélgica, Italia y Suiza). Estos bancos transfirieron grandes

Gráfico 1

Cómo se comportó el crédito

Durante la crisis, el crédito de los bancos extranjeros a las economías emergentes europeas sufrió una caída pronunciada, pero resistió mejor en América Latina.

(variación porcentual anual)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos de los autores.

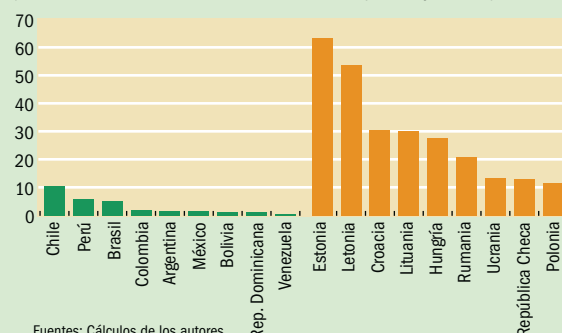
Nota: El crédito está ajustado por fluctuaciones cambiarias. Incluye tanto el crédito transfronterizo como los préstamos de filiales locales de bancos extranjeros.

Gráfico 2

Représtamos

En los mercados emergentes de Europa, los bancos de propiedad extranjera eran mayormente vehículos para prestar fondos provenientes del exterior.

(crédito transfronterizo al sector bancario nacional; porcentaje del PIB)



Fuentes: Cálculos de los autores.

capitales a sus subsidiarias, que a su vez los canalizaron dentro del mercado nacional (véase el gráfico 2). Como consecuencia de esta agresiva estrategia de expansión de los bancos occidentales, la mayor parte de los sistemas bancarios nacionales de los mercados emergentes de Europa quedó dominada por bancos extranjeros, alcanzando en algunos casos cuotas de mercado de más de 90%. En América Latina, en cambio, el crecimiento del crédito bancario del exterior fue más moderado y los préstamos de las subsidiarias dependían mucho menos del financiamiento externo procedente de las casas matrices (mayormente España, Estados Unidos y el Reino Unido). Al mismo tiempo, la participación extranjera en la propiedad del sector bancario doméstico ha sido en términos generales más baja, aunque en algunos países, especialmente México y El Salvador, había una fuerte presencia de filiales de instituciones extranjeras.

Cuando la crisis estalló, los mercados emergentes de Europa eran financieramente más vulnerables que América Latina: el crédito había crecido más rápido, la deuda externa era más alta y los déficits en cuenta corriente eran más profundos. La contracción crediticia que siguió al derrumbe de Lehman Brothers golpeó con especial dureza la actividad de estas economías europeas, causando profundas recesiones. La fuerte desaceleración del crédito privado probablemente haya sido resultado de la disminución tanto de la demanda como de la oferta de crédito. Por tanto, la distinta dinámica del crédito de los bancos extranjeros a los mercados emergentes de Europa podría explicarse en parte por condiciones macroeconómicas más cíclicas en estos mercados en comparación con América Latina.

Diferencias en las estrategias de los bancos extranjeros

Otro factor importante que puede explicar la mayor desaceleración del crédito en los mercados emergentes de Europa en relación con América Latina tiene que ver con las diferencias en los modelos de negocios y estrategias de expansión que los bancos internacionales aplicaron en una y otra región. Entre ellos, se destacan dos (véase FMI, 2009):

En América Latina, las filiales locales estaban financiadas principalmente a través de depósitos nacionales (que fueron relativamente estables durante las crisis), y no a través de préstamos o transferencias de capital procedentes de sus casas matrices. Por ende, el crédito que otorgaban fue menos vulnerable a la interrupción repentina del financiamiento externo de corto plazo y a la contracción de la liquidez internacional. En las economías emergentes de Europa, por el contrario, el crédito de los bancos extranjeros dependía en gran medida de las casas matrices de bancos radicados en Europa occidental, que se enfrentaron a un estrés financiero significativo y a una escasez de liquidez interbancaria durante la crisis. Esto los empujó a recortar el financiamiento a las filiales locales, que a su vez replegaron el crédito concedido en los diversos mercados nacionales.

La composición por monedas del crédito de los bancos extranjeros también es sustancialmente diferente entre las dos regiones. En América Latina, el 60% estaba denominado en moneda local. La dolarización financiera es baja en la mayoría de las grandes economías latinoamericanas, y disminuyó sistemáticamente en las más dolarizadas a lo largo de la última década. En los mercados emergentes de Europa, sin embargo, el 60% del

crédito bancario externo está denominado en moneda extranjera. Dado que las subsidiarias locales dependían de fondos en moneda extranjera procedentes del exterior y tenían que mantener calzada la composición en divisas de sus activos y pasivos, el grueso del crédito de las filiales locales de los bancos extranjeros estaba denominado en euros, y no en la moneda local. El crédito en moneda extranjera acarrea riesgos adicionales vinculados a las variaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, la depreciación de la moneda nacional puede encarecer las deudas asumidas o multiplicar las provisiones por mora cuando hay un descalce de monedas, exacerbando la contracción del crédito.

De acuerdo con algunos trabajos recientes, estos dos factores jugaron un rol importante durante la reciente crisis. Kamil y Rai (2010) estudiaron en detalle cómo las fuentes de financiamiento y la composición en divisas del crédito afectaron la robustez del crédito bancario extranjero ante shocks externos en América Latina. En concreto, evaluaron los efectos de tres factores determinantes de la reciente turbulencia financiera internacional: la escasa liquidez interbancaria, el deterioro del patrimonio de los grandes bancos de las economías avanzadas y el endurecimiento de las normas crediticias de los sistemas bancarios de las economías desarrolladas. Habiendo controlado otras variables que influyen en el financiamiento bancario externo, los autores encuentran que la propagación de estos shocks financieros mundiales fue considerablemente más atenuada en los países latinoamericanos en los cuales el grueso del crédito estaba denominado en moneda local y los bancos extranjeros se financiaban a través de depósitos nacionales (en lugar de recurrir a la institución matriz en el exterior o a los mercados mayoristas).

Mitigación de la volatilidad

El comportamiento del crédito de los bancos extranjeros a América Latina y los mercados emergentes de Europa durante la crisis reciente sugiere algunas lecciones preliminares para reducir de la volatilidad financiera, y es relevante para el debate sobre los costos y los beneficios de abrir el sector bancario nacional a la competencia extranjera. El crédito bancario externo financiado con depósitos nacionales y denominados en moneda local tiene más probabilidades de resistir los shocks financieros externos y, de hecho, en América Latina sirvió de barrera contra su transmisión. Esto parece explicar por qué las economías latinoamericanas no sufrieron tanto como otros mercados emergentes los efectos del desapalancamiento mundial y el repliegue del crédito de los bancos extranjeros. ■

Jorge Iván Canales-Kriljenko y Herman Kamil son Economista Principal y Economista, respectivamente, del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. Brahim Coulibaly es Economista Principal de la División de Finanzas Internacionales de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Referencias:

- Fondo Monetario Internacional, 2009, Perspectivas económicas: Las Américas (Washington, mayo).
- Kamil, Herman, y Kulwant Rai, 2010, "The Effect of the Global Credit Crunch on Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).



Los peligros de los Ponzis

Los reguladores deben actuar pronto para acabar con los esquemas de Ponzi antes de que prosperen

Hunter Monroe, Ana Carvajal y Catherine Pattillo

CIENTO cincuenta años después de que Charles Dickens narrara en *La pequeña Dorrit* cómo los inversionistas londinenses sucumbían ante los esquemas de inversión fraudulentos del banco del Sr. Merdle, estas estafas que llaman al enriquecimiento rápido siguen tentando a víctimas incautas.

Los esquemas de Ponzi, que atraen a los inversionistas ofreciendo altas remuneraciones pagadas con el dinero de otros inversionistas, florecen incluso en los países desarrollados. El sofisticado marco regulatorio de Estados Unidos no impidió el rápido crecimiento y el colapso del esquema de Bernard Madoff, valorado en US\$65.000 millones a finales de 2008 ni el derrumbe posterior de muchos otros durante la crisis financiera mundial.

Pero los esquemas de Ponzi han tenido mayor impacto en países con marcos regulatorios más débiles, como en Albania, donde en 1996 los disturbios provocaron varias muertes y la caída del gobierno, y otros casos más recientes. Por ejemplo, los esquemas jamaicanos generaron pérdidas que llegaron al 12,5% del PIB y se extendieron a otras jurisdicciones caribeñas. El colapso de esquemas en Colombia, con fondos estimados de US\$1.000 millones, fue seguido por disturbios y protestas violentas en 13 ciudades, y el gobierno se vio forzado a declarar el estado de emergencia. Un esquema en Lesotho perdió el dinero de unos 100.000 inversionistas, muchos de ellos pobres y muy vulnerables. El daño que pueden causar estos esquemas exige medidas regulatorias decididas para atajarlos pronto, antes de que prosperen.

¿Qué son los esquemas de Ponzi?

Los esquemas de Ponzi, que reciben su nombre por Charles Ponzi, un estafador de Boston que creó un esquema de inversión fraudulento que se hundió en 1920, son un tipo de fraude de

inversión en el que los inversionistas reciben sus rendimientos del dinero pagado por inversionistas posteriores, más que con beneficios reales generados por una inversión o actividad. Generalmente, estos esquemas atraen a los inversionistas ofreciendo rentabilidades más altas que las que podría generar razonablemente cualquier actividad empresarial lícita. Los esquemas de Ponzi tienen que atraer nuevas inversiones con una tasa de crecimiento exponencial para sostener los pagos ya comprometidos a los inversionistas, e inevitablemente colapsan cuando la nueva inversión necesaria supera la capacidad para atraer a nuevos contribuyentes. Llegados a este punto, la mayoría de los inversionistas pierden su dinero, aunque los primeros en invertir, incluidos los fundadores del esquema, pueden haber obtenido rentabilidades elevadas o ingresos inesperados si convirtieron sus inversiones en efectivo a tiempo.

La “oportunidad de negocio” anunciada para atraer inversionistas puede ser variopinta. Por ejemplo, un esquema jamaicano (OLINT) afirmaba realizar operaciones en divisas, una empresa de Lesotho (MKH Burial Society) que vendía entierros prepagados comenzó a ofrecer productos de inversión, y un esquema colombiano (Grupo DMG) vendía

Ejemplos de esquemas de inversión

Los esquemas de Ponzi golpearon duramente a los países en desarrollo.

País	Nombre	Año de colapso	Cantidad invertida/pérdida	
			Dólares de EE.UU.	Porcentaje del PIB ¹
Antigua y Barbuda	Stanford Financial Group	2009	8.000 millones	N/D ²
Granada	SGL Holdings	2008	30 millones	5
Jamaica	OLINT, Cash Plus, World Wise, LewFarm	2008	1.000 millones	12,5
Estados Unidos	Madoff Investment Securities	2008	65.000 millones	0,5
Colombia	DRFE, DMG	2008	1.000 millones	0,4
Lesotho	MKM Burial Society	2007	42 millones	3
Albania	VEFA, Gjallica, Kamberi, por ejemplo	1997	1.700 millones	79

Fuentes: Jamaica, Caribbean Policy Research Institute (2008); informaciones de prensa, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹En todas las referencias se usa el PIB del país del esquema, aunque algunos esquemas atrajeron inversionistas no residentes.

²A los inversionistas de Antigua no se les permitió invertir en esta institución offshore.

tarjetas de débito de prepago. Estos esquemas, que suelen ir dirigidos específicamente a las personas de un grupo o comunidad con una afinidad común (etnia, religión o profesión) para poder explotar los lazos de confianza mutua, han atraído a inversionistas de todos los niveles de ingreso y riqueza.

Muchos operadores de esquemas de Ponzi consiguieron crecer mediante ostentosas contribuciones benéficas, aportaciones políticas significativas y suntuosas muestras de la riqueza propia y de sus esquemas. Por ejemplo, Cash Plus patrocinó en Jamaica la liga de fútbol nacional en 2007; Allen Stanford patrocinó un torneo internacional de críquet, y el fundador del Grupo DMG en Colombia poseía un jet privado y una flota de automóviles. Antes del colapso, los operadores pueden ser considerados pilares de sus comunidades.

Daños económicos y financieros

Es inevitable que los esquemas de Ponzi causen daños financieros a la mayoría de sus inversionistas y desvíen los ahorros de la inversión productiva. Si no se frenan, pueden crecer de forma exponencial y ocasionar daños económicos e institucionales mayores, minando la confianza en las instituciones financieras y las autoridades reguladoras y creando costos fiscales en caso de rescate. Incluso pueden generar inestabilidad política y social cuando colapsan.

El caso más dramático fue el de Albania, donde varios esquemas colapsaron en 1996, generando disturbios incontrollados, la caída del gobierno, la anarquía en el país y, según estimaciones, la muerte de unas 2.000 personas.

El tamaño de los esquemas recientes (véase el cuadro) ha sido muy dispar debido a múltiples factores; entre ellos, la rapidez y la eficacia de la respuesta reguladora son cruciales. Los datos son estimaciones; es difícil determinar hechos básicos, como cantidades invertidas o perdidas y número de inversionistas o cuentas afectadas, dadas la inexactitud o falta de estados financieros, la ausencia de regulación y la desaparición de fondos, registros y responsables. Pero está claro que muchos países en múltiples circunstancias han visto surgir esquemas de Ponzi a gran escala.

Los ejemplos mencionados demuestran la importancia de adoptar medidas rápidas y efectivas. Sin embargo, las autoridades han tenido dificultades para combatir esquemas recientes en Colombia, Lesotho y una serie de países caribeños, como Jamaica, Granada, Antigua y Barbuda, y San Vicente y las Granadinas (Carvajal *et al.*, 2009). Controlar y cerrar esquemas suele ser complicado por diversas razones. En muchos países, ni los autores ni los propios esquemas están autorizados o regulados, y los reguladores carecen de

los medios coercitivos adecuados, como la capacidad para congelar activos, para cerrar los esquemas en su fase inicial. Algunos esquemas también han logrado retrasar las medidas coercitivas recurriendo a los tribunales.

Una vez que el esquema crece, las autoridades públicas pueden ser cada vez más reacias a provocar su colapso, porque si lo hacen, los suscriptores podrían culpar a la intervención pública más que a los fallos del propio esquema; en cambio, si los esquemas colapsan por sí solos, los gobiernos pueden ser criticados por no actuar más rápido.

Medidas regulatorias esenciales

Para evitar que los esquemas de Ponzi prosperen es necesario adoptar medidas regulatorias rápidas y decisivas, trabajando en varios planos.

Investigar los esquemas. No suele ser fácil detectar los esquemas de Ponzi, especialmente los organizados mediante entidades no reguladas, porque muchos operan de forma opaca, incluso secreta, pidiendo confidencialidad a los inversionistas. Los organismos reguladores deben poner más empeño en detectar estos esquemas, desarrollando herramientas de investigación efectivas, como señales de peligro que indiquen fraudes de inversión, instrumentos que faciliten su investigación por Internet y por otros medios, y mecanismos para recibir quejas del público y actuar en consecuencia.

Solicitar medidas urgentes. Una investigación completa para ejercer una acción civil, administrativa o penal puede llevar mucho tiempo, durante el cual pueden desaparecer los operadores del esquema o el dinero de los inversionistas. Cuando un regulador posea pruebas razonables de la existencia de un fraude perpetrado mediante un esquema de Ponzi, debería solicitar medidas cautelares urgentes, como la congelación de los activos, para proteger los intereses de los inversionistas mientras continúa la investigación.

Presentar cargos. Los reguladores financieros deben utilizar los remedios civiles y administrativos disponibles mientras presentan también el caso ante las autoridades penales. En Jamaica, las órdenes de cese de conducta contra OLINT no fueron seguidas por cargos penales, lo que retrasó el cierre del esquema. Los reguladores deben estar preparados para ayudar a promover una acción penal, o tener la facultad para promoverla ellos mismos. Los remedios civiles o administrativos difieren de los penales con respecto a la autoridad responsable de procesarlos e imponerlos, y a la carga de la prueba necesaria y la gravedad de la sanción.

Coordinar y cooperar. Un esquema de Ponzi puede violar varias leyes financieras y, por tanto, puede ser perseguido por más de un regulador. El diálogo estrecho con las autoridades penales puede favorecer una aplicación más efectiva de la ley. Los reguladores financieros necesitan mecanismos eficaces de intercambio de información y cooperación para acabar con los esquemas no regulados, como el memorando multilateral de entendimiento de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Informar al público. Los programas generales de educación financiera podrían contribuir a detener los esquemas no regulados. Además, es esencial que los reguladores man-

AVISO LEGAL

La información contenida en este artículo proviene de fuentes públicas. El artículo no implica acusación de mal proceder por parte de persona o entidad alguna. En ninguna parte de este artículo se juzga la suficiencia o insuficiencia de algún régimen administrativo o judicial, ni la autoridad o falta de autoridad alguna, juez o fiscal, ni la validez de determinado argumento jurídico.

tengan informado al público, mediante alertas generales en relación con los métodos utilizados para estafar a los inversionistas y la necesidad de cuestionar la viabilidad financiera de cualquier posible inversión y de invertir solo a través de entidades autorizadas; anuncios y listas de personas o entidades autorizadas o no autorizadas para realizar actividades financieras; y una base de datos de acciones emprendidas contra personas y entidades concretas.

Condiciones previas para dar una respuesta rápida

La experiencia de distintos países ha demostrado que es más probable que los reguladores sean proactivos y actúen con rapidez y decisión cuando se dan las siguientes condiciones:

Facultades amplias para investigar y perseguir los esquemas no regulados. La experiencia de muchos países en desarrollo indica que las lagunas de las leyes financieras o del marco que rige su aplicación son determinantes para que los reguladores financieros no respondan de forma adecuada a los esquemas de Ponzi. Hay cuatro elementos importantes: disposiciones claras para perseguir los esquemas; facultades amplias de investigación, especialmente para “seguir el rastro del dinero” accediendo a información bancaria; poderes para solicitar o imponer remedios civiles o administrativos, como sanciones financieras o la retirada de la licencia de actividad, y sanciones penales; y poderes para adoptar medidas de urgencia, como la congelación de activos.

Independencia de los reguladores financieros. En muchos de los casos analizados, las medidas regulatorias emprendidas para detener los esquemas no contaron con respaldo político, ni siquiera popular. Los reguladores financieros necesitan independencia suficiente para actuar sin la aprobación del gobierno, aun cuando los esquemas tengan el respaldo tácito de sus miembros, y el marco regulatorio debe proteger al personal y a sus comisionados de cualquier demanda que se derive del ejercicio de sus funciones.

Facultades amplias para cooperar e intercambiar información con otros reguladores financieros. Los esquemas de Ponzi pueden operar a través de muchas jurisdicciones: OLINT tenía oficinas en Jamaica, sede en Panamá y después en las Islas Turcas y Caicos, y ofrecía sus servicios a inversionistas en Estados Unidos y, mediante subesquemas, en Granada, Dominica y Santa Lucía. La falta de autoridad para intercambiar información confidencial —en particular información bancaria—, incluso con otros reguladores locales, y para prestar asistencia a los reguladores extranjeros ha dificultado la investigación y la persecución de estos esquemas en muchos mercados en desarrollo y emergentes.

Recursos coercitivos adecuados. En los países que empiezan a abordar el problema de los esquemas de Ponzi, la falta de personal experimentado impide una acción rápida. La capacitación puede ser útil, al igual que el desarrollo de manuales internos sobre la realización de investigaciones y una estructura organizativa capaz de investigar y resolver los casos.

Especialización y resolución judicial rápida. Dado que muchas de las decisiones que toman los reguladores financieros para detener un esquema de Ponzi están sujetas a aprobación o revisión judicial, es esencial que los jueces posean la

pericia necesaria y den prioridad a los asuntos financieros, en particular a aquellos que supongan la aplicación de medidas urgentes.

Mayor vulnerabilidad de los países en desarrollo

La historia demuestra que los esquemas de Ponzi pueden producirse en cualquier mercado financiero, industrializado o en desarrollo. Aunque las oportunidades de negocio que estos esquemas afirman ofrecer y sus estructuras operativas legales son diversas, sus promotores emplean técnicas similares para crear sus argumentos de venta, identificar grupos objetivo, hacerse publicidad y forjar su credibilidad.

Los reguladores de la mayoría de los países industrializados disponen de múltiples mecanismos coercitivos, como la capacidad para congelar activos en cuanto se descubre el esquema, que están respaldados por el poder judicial. Por tanto, aunque en los países industrializados pueden surgir esquemas duros y de envergadura, como el caso Madoff, es más probable que se detengan poco después de ser descubiertos.

Sin embargo, en algunos países en desarrollo, la falta de medidas regulatorias contundentes, combinada con instituciones financieras formales poco desarrolladas, ha permitido la aparición de esquemas de Ponzi que siguen operando incluso después de que se hayan disparado muchas alarmas, lo cual es reflejo de un problema más amplio: la dificultad para elaborar planes creíbles para frenar estos esquemas. Muchos reguladores de países en desarrollo carecen de los mecanismos coercitivos, de los recursos y, en ocasiones, de la independencia política que requiere afrontar un fraude financiero, como los esquemas de Ponzi. En un mercado financiero mundial, los reguladores deben poder intercambiar información y cooperar mutuamente, y esto ha resultado esencial para combatir los esquemas no regulados, dada su demostrada habilidad para cambiar de jurisdicción. Pero las limitaciones legales de muchos países en desarrollo hacen que dicha cooperación todavía no esté al alcance de los reguladores.

Los esquemas de Ponzi preocupan en todo el mundo, pero especialmente en países cuyos marcos regulatorios están relativamente menos desarrollados y no pueden impedir su crecimiento exponencial. La conclusión principal es que debe actuarse mucho antes de que los esquemas prosperen y pongan en peligro a los inversionistas confiados. ■

Hunter Monroe es Economista Principal del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, Ana Carvajal es Experta Principal del Sector Financiero del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, y Catherine Pattillo es Asesora y Jefa de Unidad del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación.

Referencias:

Caribbean Policy Research Institute (CaPRI), 2008, “Investigating Informal Investment Schemes in Jamaica” (Kingston, Jamaica: Caribbean Policy Research Institute).

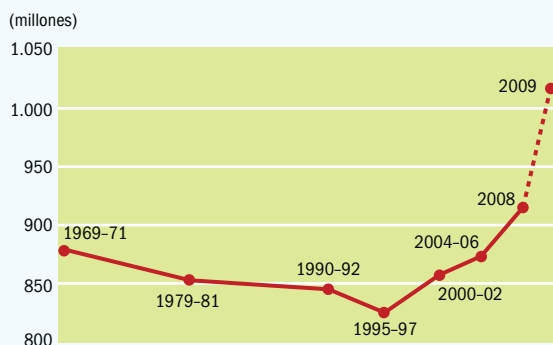
Carvajal, Ana, Hunter Monroe, Catherine Pattillo y Brian Wynter, 2009, “Ponzi Schemes in the Caribbean”, IMF Working Paper 09/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Crece el hambre

Más de 1.000 millones de personas pasan hambre

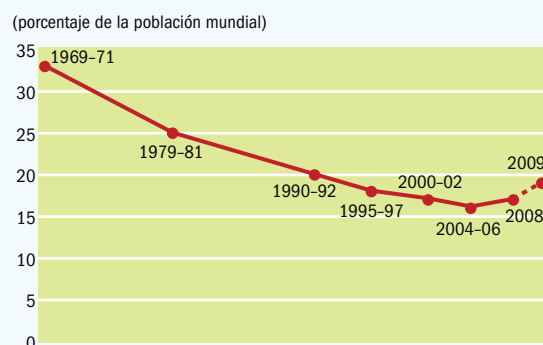
El hambre en el mundo se agudizó en 2009, agravando la tendencia ya decepcionante de la seguridad alimentaria mundial desde 1996. La crisis económica, combinada con la crisis alimentaria, ha elevado a niveles históricos el número de personas con hambre en el mundo. La Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO) estima que en 2009 hubo 1.020 millones de personas subnutridas, casi 100 millones más que en 2008. La meta de la Cumbre Mundial de la Alimentación para la reducción del hambre y el objetivo del milenio relativo al hambre en el mundo se alejan cada vez más.

La crisis económica y alimentaria elevó el número de personas con hambre a más de 1.000 millones en 2009



Nota: Las cifras de 2009 corresponden a una estimación.

La proporción de personas subnutridas ha aumentado a casi el 20%

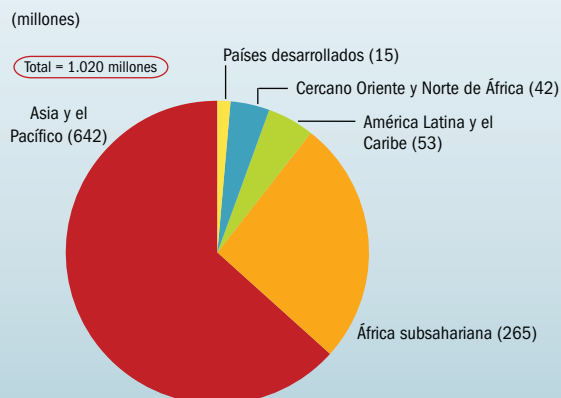


Nota: Las cifras de 2009 corresponden a una estimación.

El hambre afecta a todas las regiones del mundo. Asia y el Pacífico, la región más populosa del mundo, tiene el mayor número de personas con hambre. No obstante, el hambre está más extendida en África subsahariana, donde cerca de un tercio de la población está subnutrida.



Casi la totalidad de las personas subnutridas del mundo viven en los países en desarrollo



Preparado por David Dawe y Denis Drechsler. El texto y los gráficos se basan en El Estado de la Inseguridad Alimentaria en el Mundo, publicado por la FAO en 2009. El informe se encuentra en <http://www.fao.org/docrep/012/i0876s/i0876s00.htm>



Las malas cosechas no son la causa del aumento del hambre en el mundo —la FAO estima que la producción total de cereales en 2009 fue ligeramente inferior al récord máximo alcanzado en 2008—, sino más bien la incapacidad económica de la gente para adquirir alimentos. Muchos agotaron sus ahorros durante la crisis de los precios de los alimentos y han perdido sus empleos por la crisis económica mundial.

Los precios de los alimentos aumentaron con fuerza en los países en desarrollo durante la crisis alimentaria mundial de 2006–08 y seguían elevados al empezar la crisis económica. Los precios internos de los alimentos básicos al final de 2008 típicamente superaban en un 17% los de dos años antes, después de ajustar por inflación. Esto empeoró mucho el poder adquisitivo de los consumidores pobres, que gastan 40% de sus ingresos en alimentos básicos.

Por consiguiente, la crisis económica mundial golpeó a los países en desarrollo en el peor momento. Mermó aún más el acceso a los alimentos al reducir las oportunidades de empleo, las remesas del exterior, la ayuda para el desa-

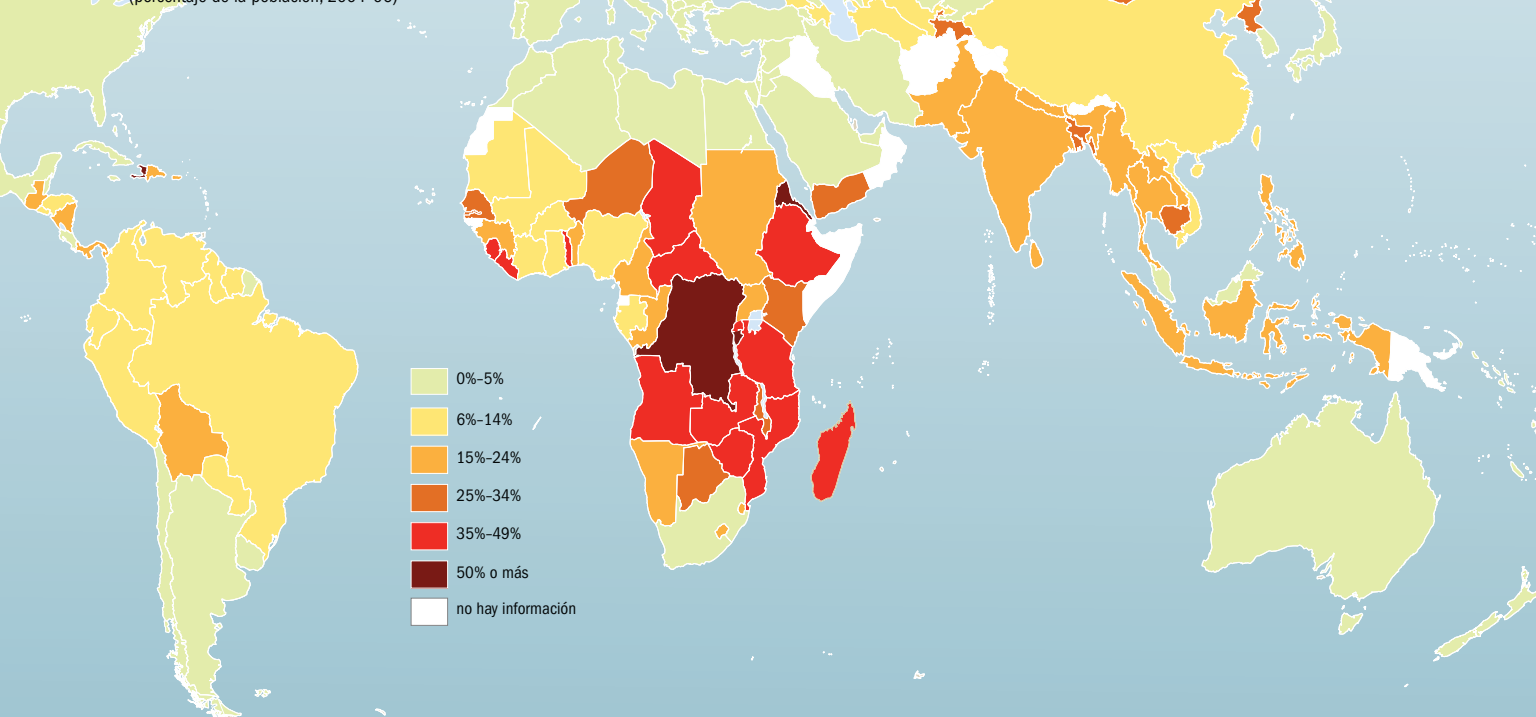
rollo, la inversión extranjera directa y las oportunidades de exportación.

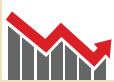
¿Cómo se puede eliminar el hambre? La mejora de la seguridad alimentaria mundial exige medidas de alivio inmediato y cambios estructurales fundamentales. A corto plazo, las redes y programas de protección social deben llegar a los más necesitados.

A mediano y largo plazo, la solución estructural para el hambre es aumentar la productividad agrícola para incrementar los ingresos y producir los alimentos a menor costo, especialmente en países pobres. Era inaceptable que tantas personas comieran tan poco antes de las crisis, pero probablemente seguirán con hambre incluso después de superadas las crisis alimentaria y económica, lo que destaca la importancia de adoptar medidas a más largo plazo. Además, estas medidas deben acoplarse a mejores instituciones y sistemas de gobierno a todo nivel. Por ejemplo, a nivel mundial, el reformado Comité de Seguridad Alimentaria Mundial representa un paso importante para dar más coherencia a las acciones y políticas para mejorar la seguridad alimentaria. ■

Prevalencia de la subnutrición en el mundo

(porcentaje de la población, 2004–06)





¿Bonificaciones para los banqueros?

Steven N. Kaplan

LA banca está en época de bonificaciones. Este año, la oposición es más fuerte que nunca, dado el número de empresas con salarios elevados que fueron rescatadas con fondos públicos. ¿Cómo se justifican entonces las bonificaciones?

Los críticos esgrimen tres argumentos. Primero, el sueldo de los banqueros es excesivo. Segundo, muchos bancos habrían ganado menos, o habrían quebrado, sin intervención pública. Tercero, las grandes bonificaciones alentaron a los banqueros a arriesgar excesivamente, contribuyendo en gran medida a la crisis financiera. La ira es comprensible, pero todos estos argumentos se derrumban bajo su propio peso.

Los banqueros están bien remunerados, pero no son los únicos: durante los 30 últimos años ha subido de manera pronunciada el sueldo de ejecutivos de la banca de inversión, inversionistas, ejecutivos de grandes empresas, consultores, artistas, atletas y abogados. Los inversionistas más destacados pueden administrar hoy mucho más dinero que hace tres décadas; los banqueros y los abogados pueden cerrar tratos más complejos; los atletas profesionales pueden llegar a un público más extenso. Más allá de que sean justas o morales, las sumas que perciben las dictan principalmente el mercado y la competencia entre las empresas.

Banqueros de mérito

Quienes dicen que los banqueros no tendrían alternativas si no cobraran los sueldos o las bonificaciones que cobran pecan de ingenuos. Las estrellas de la banca siempre pueden pasarse a pequeñas empresas especializadas o gestionar fondos fuera del sector. No serían los primeros: a comienzos de febrero, uno de los principales operadores de Citigroup, Matthew Carpenter, se pasó al fondo Moore Capital, siguiendo los pasos de otra estrella, Andrew Hall.

Cuanto más se reduzcan y se restrinjan los sueldos en los grandes bancos, mayor será el éxodo de los mejores. A algunos eso les parecería algo positivo, pero las principales instituciones financieras quedarían debilitadas. El rescate estatal (y los subsidios ininterrumpidos) de algunos bancos no significan que el sector no necesite pagar sueldos de mercado si no desea exponerse a perder talentos. Un sistema bancario no del todo bien administrado también perjudica al público (como lo demuestran los problemas que los salarios crearon para AIG, Fannie Mae y Freddie Mac).

Es verdad que parte de las utilidades de los bancos son resultado de la intervención pública, pero los bancos pagaron por esa intervención. La mayoría ya la reembolsó, y Estados Unidos obtuvo ganancias de sus “inversiones”. Los que piensan que el rendimiento no es suficiente deberían criticar al gobierno estadounidense por haber hecho un mal negocio, y no a los banqueros por cumplir su función y hacer dinero.

Algunos bancos se vieron obligados a aceptar la intervención estatal, y ahora se les pide que dañen su actividad y nieguen las bonificaciones a sus empleados después de devolver al gobierno dinero que ni querían ni necesitaban.

El deporte profesional ofrece una buena analogía. Supongamos que un equipo de fútbol pasó un año horrible porque el arquero estrella tuvo una mala temporada. Pero su delantero estrella fue el máximo goleador de la liga. ¿Eso significa que no habría que pagarle un sueldo generoso al delantero para evitar que se vaya del equipo? Y si el equipo tiene una temporada fantástica el año siguiente, ¿habría que suspenderles el sueldo a los jugadores por lo malo de la temporada anterior? Obviamente, no. Actuar así sería perjudicial, por no decir suicida.

Bonificaciones: De cara al futuro

Las grandes bonificaciones no fueron la principal causa de la crisis financiera. Bear Stearns y Lehman Brothers empujaron más que ninguna otra firma a sus empleados a diferir las bonificaciones o invertirlas en acciones propias, en lugar de cobrarlas en efectivo. Eso no las salvó. Hubo ejecutivos bancarios que perdieron cientos de millones de dólares en acciones debido a las malas decisiones que tomaron. Muchos se quedaron sin trabajo.

La crisis la causaron la distensión de la política monetaria, una saturación mundial de capitales, el apalancamiento excesivo de los bancos de inversión, la obligación impuesta por el Congreso de otorgar hipotecas a gente que no podía pagarlas, la función deficiente de las calificadoras de riesgo y los incentivos inmediatos para los intermediarios de las operaciones hipotecarias. No es de sorprender entonces que la crisis se haya propagado a muchos países con regímenes de remuneración muy distintos.

En lugar de centrarse en las remuneraciones y las bonificaciones, los críticos deberían hacerlo en una capitalización prudente. Una solución eficaz sería exigir a los bancos una capitalización con recursos propios más elevada y procíclica, combinada con deuda contingente a largo plazo que se convierta en acciones en caso de crisis. Serían entonces los inversionistas en esa deuda los que rescatarían los bancos, no el gobierno. La crisis financiera habría sido mucho más pequeña o no habría ocurrido.

La ira contra los banqueros es comprensible, pero la eliminación o la restricción de las bonificaciones dañará al sector financiero y no contribuirá mucho a detener una crisis financiera en el futuro. ■

Steven N. Kaplan es profesor de Empresas y Finanzas en la Cátedra Neubauer Universidad de Chicago e investigador asociado del National Bureau of Economic Research.

Las bonificaciones y el “ciclo apocalíptico”

Simon Johnson

LAS bonificaciones de los banqueros son un síntoma especialmente visible de un problema mucho más grande y profundo: la capacidad y la voluntad de los protagonistas del sistema financiero de arriesgar irresponsablemente.

Hemos permitido que en nuestro sistema económico se forme un “ciclo apocalíptico”, con varias etapas claras. Comienza cuando los acreedores y los depositantes suministran a los bancos fondos baratos. Si las cosas salen realmente mal, esperan que los bancos centrales y las autoridades fiscales los rescaten.

Los bancos como Citigroup y Goldman Sachs usaron esos fondos para asumir grandes riesgos, generando dividendos para los accionistas y bonificaciones para los directivos y el personal. Mediante subsidios directos e indirectos, alentamos al sistema bancario a pasar por alto el riesgo pequeño, pero aun así grave y socialmente pernicioso, de que se produzca un colapso catastrófico. Los bancos pueden desentenderse y pasarse la cuenta al Estado. Y algunos banqueros y algunas autoridades incluso sacan provecho del colapso que ayudaron a crear.

Una inacción inconcebible

Los reguladores y los supervisores supuestamente están encargados de impedir que se asuman riesgos peligrosos. Pero los bancos tienen considerable poder político y financiero y el sistema actual es extremadamente complejo, lo cual termina comprometiendo a los reguladores. Su inacción mientras se incubaba la crisis fue inconcebible. Grandes bancos, como Northern Rock en el Reino Unido, Lehman Brothers en Estados Unidos y Deutsche Bank en Alemania, convencieron a los reguladores de que bastaba con mantener una capitalización pequeña para cubrir carteras de activos extensas y riesgosas. El sistema bancario en su totalidad acumuló muchos billones de dólares en exposiciones a derivados. Eso significaba que si una gran institución bancaria o cuasibancaria quebraba, podía ocasionar el derrumbe de todo el sistema.

Dado que nuestros sistemas políticos y sociales son incapaces de subsanar las penurias que acarrearía un colapso económico, nos apoyamos en los bancos centrales para que recorten las tasas de interés y otorguen créditos para salvar a los causantes de las pérdidas. El elenco cambia, pero todos los bancos centrales y gobiernos funcionan igual. Esta vez, fueron Ben Bernanke, presidente de la Junta de la Reserva Federal, y Tim Geithner, Secretario del Tesoro, quienes dirigieron las políticas mientras la burbuja se inflaba y quienes están diseñando ahora el “rescate”.

Terminado el rescate, todo recommienza. Así se suceden estos ciclos en muchos países desarrollados desde mediados de los setenta, coincidiendo con significativos cambios macroeconómicos y regulatorios; entre ellos, la desaparición de los regímenes de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, la reducción de

los controles de capitales en los países ricos y el comienzo de dos décadas de desregulación.

El verdadero peligro es que, a medida que el ciclo se repite, la escala del problema aumenta. Si cada ciclo requiere una intervención pública mayor, en algún momento el sistema se vendrá abajo.

La mejor solución es exigir una capitalización muy extensa y sólida, que esté legislada y sea difícil de eludir o revisar. Si triplicamos el capital de base de los grandes bancos a 15%–25% de los activos —como ocurría en Estados Unidos antes de la creación de la Reserva Federal en 1913— y pecamos de exceso en el capital exigido para cubrir derivados y otras estructuras financieras complicadas, crearemos un sistema mucho más seguro y difícil de engañar.

Una apuesta menos atractiva

Si los accionistas tienen grandes sumas en peligro, en relación con lo que ganarían si especularan, habrá menos probabilidad de que especulen y más de que mantengan bajo control los sistemas de remuneración peligrosos.

También debemos asegurarnos de que quienes participen en un sistema fracasado prevean grandes pérdidas cuando la especulación les salga mal y el Estado deba financiar un rescate. Aunque muchos ejecutivos en instituciones rescatadas perdieron mucho, siguen siendo acaudalados.

Para otros banqueros, la crisis fue una oportunidad de oro. Alistair Darling, secretario del Tesoro británico, puso Lloyds en manos de Win Bischoff, uno de los principales ejecutivos de Citigroup antes de que fracasara espectacularmente. Vikram Pandit vendió su fondo de inversión a Citigroup, que luego pasó a pérdidas el grueso del costo de la compra; poco después, Pandit terminó al timón de Citigroup. Jamie Dimon y Lloyd Blankfein, presidentes de JPMorgan Chase & Co. y de Goldman Sachs, respectivamente, resultaron decididamente ganadores pese a que sus instituciones también recibieron fondos del Estado y convinieron en limitar sus bonificaciones en 2009. Goldman Sachs logró obtener acceso a la “ventanilla de descuento” de la Reserva Federal y pudo evitar así el riesgo de venirse abajo.

Debemos dejar de enviar a los banqueros el mensaje de que pueden ganar muchísimo cuando las cosas están bien y luego sobrevivir (o sacar ventaja financiera) cuando están mal. Para eso se necesitan leyes que permitan recuperar las ganancias y las bonificaciones ya percibidas por empleados de bancos que necesitan salvamento. ■

Simon Johnson, ex Economista Jefe del FMI, es profesor del Massachusetts Institute of Technology, investigador del Peterson Institute for International Economics y Asesor Económico de la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos. Es autor, junto con James Kwak, del libro 13 Bankers (de próxima publicación).



¿Qué es la inflación?

Ceyda Oner

LA inflación ha sumido a los países en largos períodos de inestabilidad. Muchos banqueros centrales aspiran a ser reconocidos como “halcones” contrarios a la inflación, y los políticos han ganado elecciones con promesas de combatirla, solo para terminar perdiendo poder tras fracasar en el intento. El Presidente Gerald Ford llegó incluso a declarar en 1974 que la inflación era el “enemigo público número uno” de Estados Unidos. Pero ¿qué es la inflación y por qué es tan importante?

La inflación es la tasa de aumento de los precios en un cierto período de tiempo. Es típicamente una medida amplia, que muestra el aumento general de los precios o del costo de vida en un país, pero también se puede calcular con un criterio más estrecho respecto de determinados bienes, como los alimentos, o servicios, como un corte de cabello. Independientemente del contexto, la inflación refleja cuánto más caro se ha vuelto el conjunto pertinente de bienes o servicios en un período dado, por lo general de un año.

Cómo se mide la inflación

El costo de la vida para los consumidores depende del precio de muchos bienes y servicios y de la proporción que cada uno representa en el presupuesto familiar. Para medir el costo de la vida del consumidor medio, los gobiernos realizan encuestas de hogares para establecer una canasta de artículos de consumo habitual y rastrear la evolución de su costo en el tiempo. El costo de esa canasta en un determinado momento expresado en relación con un año base es el *índice de precios al consumidor* (IPC), y la variación porcentual del IPC en un período dado es la *inflación de precios al consumidor*, la medida de la inflación más ampliamente utilizada. (Por ejemplo, si el IPC del año base es 100 y el IPC actual es 110, la inflación del período es 10%).

La *inflación básica de precios al consumidor* se concentra en las tendencias subyacentes y persistentes de la inflación, excluyéndose los precios fijados por el gobierno y aquellos más volátiles propios de los productos más afectados por factores estacionales o condiciones temporales de oferta, como alimentos y energía. Para calcular una tasa general de inflación —respecto de un país, por ejemplo, y no solo de los consumidores— se requiere un índice de cobertura más amplia, como el *deflactor del producto bruto interno* (PBI).

Por lo general se mantiene constante la canasta del IPC a través del tiempo para garantizar su coherencia, pero ocasionalmente se modifica parcialmente para reflejar cambios en los hábitos de consumo; por ejemplo, incluyendo nuevos bienes de alta tecnología o reemplazando artículos que han dejado de comprarse. Los contenidos del deflactor del PIB, por el contrario, cambian cada año porque muestran cómo varían en promedio a través del tiempo los precios de todo lo producido en una economía, y en consecuencia están más actualizados que la canasta del IPC; sin embargo, incluyen rubros que no son de consumo (como el gasto militar), por lo que el deflactor no es un buen indicador del costo de vida.

Lo bueno y lo malo

Si el ingreso *nominal* que los hogares reciben en moneda corriente no aumenta tanto como los precios, la situación de aquellos empeora, porque pierden capacidad de compra, es decir, su *poder adquisitivo* o ingreso *real* —ajustado por inflación— disminuye. El ingreso real es una variable representativa del nivel de vida: cuando sube, también lo hace el nivel de vida, y viceversa.

Los precios varían a ritmos diferentes. Algunos, como los del comercio internacional de materias primas, varían todos los días; otros, como los salarios establecidos por contrato, tardan más en ajustarse (son más “rígidos”). En un contexto inflacionario, el alza despareja de los precios inevitablemente erosiona el ingreso real de algunos consumidores, lo que en definitiva constituye el principal costo que acarrea la inflación.

La inflación también puede distorsionar el poder adquisitivo de quienes cobran y pagan tasas de interés fijas. Si la inflación es mayor que 5%, un jubilado cuyo haber se incrementa a una tasa anual fija de 5% pierde poder adquisitivo. En cambio, un prestatario que pague una tasa hipotecaria fija de 5% se beneficiaría, porque la *tasa de interés real* (la tasa nominal menos la tasa de inflación) sería cero, y hasta le resultaría aún más fácil atender el servicio de esa deuda si la inflación fuera más alta, siempre y cuando su ingreso creciera a igual ritmo. A su vez, el ingreso real del prestamista obviamente se contrae. En la medida en que las *tasas nominales de interés* no toman en cuenta la inflación, algunos ganan y otros pierden poder adquisitivo.

Muchos países han sufrido episodios de alta inflación y, en algunos casos, *hiperinflación*, de 1.000% o más al año. En 2008, Zimbabwe experimentó uno de los peores casos de hiperinflación jamás registrados: la inflación anual estimada trepó a 500.000 millones por ciento. Ante las desastrosas consecuencias de tales episodios, los países se vieron obligados a tomar medidas difíciles y dolorosas para reencauzar la inflación en niveles razonables, a veces abandonando la moneda nacional, como hizo Zimbabwe.

La *deflación*, o caída de precios, tampoco es deseable para una economía. Cuando los precios caen, los consumidores tratan de demorar sus compras, previendo que los precios bajarán aún más en el futuro. Esto implica menos actividad económica, menos ingresos generados por la producción y un menor crecimiento económico. Japón ha atravesado un largo período de crecimiento económico casi nulo, en gran medida debido a la deflación. Para impedir una deflación durante la crisis financiera mundial iniciada en 2007, la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales han mantenido bajas las tasas de interés durante un tiempo prolongado y han instituido otras políticas monetarias para garantizar que los sistemas financieros tengan abundante liquidez. La inflación

Las autoridades deben lograr el equilibrio correcto para promover la demanda y el crecimiento cuando sea necesario sin estimular excesivamente la economía y provocar inflación.

mundial se ubica hoy en uno de sus niveles más bajos desde comienzos de los años sesenta, en parte a causa de la crisis.

La mayoría de los economistas coinciden hoy en que una inflación baja, estable y —sobre todo— previsible es buena para la economía, ya que es más fácil incorporarla en los contratos de ajuste de precios y en las tasas de interés, reduciendo así su impacto distorsionador. Además, al saber que los precios serán levemente más altos en el futuro, los consumidores tienen un incentivo para adelantar sus compras, lo que impulsa la actividad económica. Muchos bancos centrales han adoptado como objetivo primordial de su política mantener la inflación baja y estable, aplicando un régimen de *metas de inflación* (véase “Veinte años de metas de inflación”, en esta edición).

¿Qué factores generan inflación?

Los episodios prolongados de alta inflación suelen ser producto de una política monetaria laxa. Si la oferta monetaria crece demasiado en relación con el tamaño de la economía, el valor unitario de la moneda disminuye, es decir, su poder adquisitivo cae y los precios suben. Esta relación entre la oferta monetaria y el tamaño de la economía se denomina *teoría cuantitativa del dinero* y es una de las hipótesis más antiguas de la ciencia económica.

Las presiones por el lado de la oferta o la demanda también pueden ser inflacionarias. Los *shocks de oferta* que perturban la producción, como los desastres naturales, o elevan sus costos, como los altos precios del petróleo, pueden reducir la oferta global y determinar una inflación “de costos”, como sucedió en la economía mundial en 2008, cuando el comercio transmitió la fuerte alza de los alimentos y los combustibles de un país a otro. A la inversa, los *shocks de demanda*, como un repunte del mercado accionario, o las *políticas expansivas*, por las que el banco central baja las tasas de interés o el gobierno aumenta el gasto, pueden elevar temporalmente la demanda global y el crecimiento económico, pero si ese incremento de la demanda excede la capacidad productiva de la economía, la presión resultante sobre los recursos se refleja en una inflación “de demanda”.

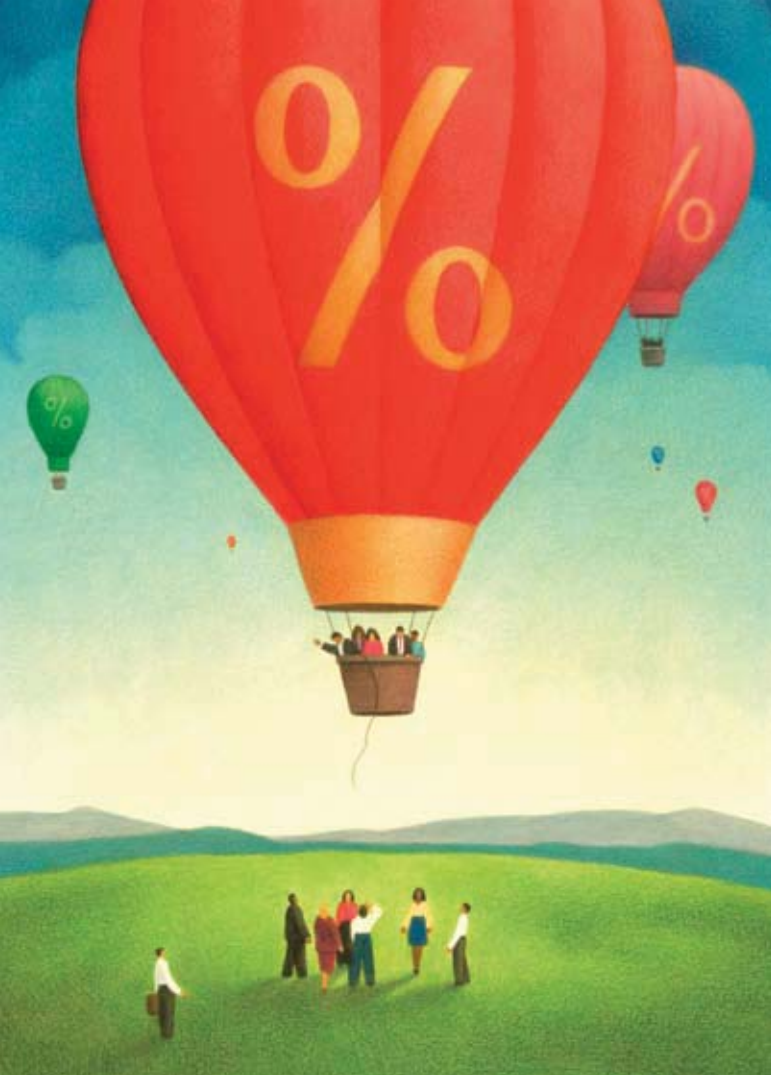
Las *expectativas* también juegan un papel crucial en la inflación. Si las personas o las empresas prevén un alza de precios, incorporarán esas expectativas a las negociaciones salariales y los ajustes contractuales de precios. En el período siguiente, las expectativas se vuelven profecías autocumplidas al ajustarse los salarios o los precios según lo convenido; y como las personas suelen basar sus expectativas en el pasado reciente, la inflación seguirá un patrón similar a través del tiempo, generándose *inercia* inflacionaria.

Cómo abordan las autoridades el problema de la inflación

Las *políticas antiinflacionarias* correctas dependerán de cuáles sean las causas de la inflación. Si la economía se ha recalentado, los bancos centrales pueden implementar políticas *contractivas* que frenen la demanda agregada, generalmente subiendo las tasas de interés. Algunos han optado, con desigual éxito, por imponer disciplina monetaria *estableciendo un tipo de cambio fijo*, es decir, vinculando su moneda a otra y, por ende, su política monetaria a la del respectivo país extranjero. Sin embargo, tales políticas pueden resultar inútiles si la inflación es impulsada por acontecimientos internacionales. Cuando en 2008 la inflación se acrecentó en todo el mundo al aumentar el precio de los alimentos y los combustibles, muchos países permitieron que el incremento se transmitiera a la economía interna. Algunos gobiernos procuraron impedir ese traspaso recurriendo a la *fijación administrativa de precios*, medida que generalmente provoca una importante acumulación de subvenciones del Estado para compensar a los productores por los ingresos que pierden.

Los bancos centrales se basan cada vez más en su capacidad de influir en las *expectativas inflacionarias* como instrumento para reducir la inflación. Para ello, las autoridades anuncian su intención de mantener temporalmente baja la actividad económica, a fin de moderar las expectativas y el componente de inflación implícito en los contratos. Cuanta más credibilidad inspire el banco central, tanto mayor será la influencia de sus pronunciamientos en las expectativas de inflación. ■

Ceyda Oner es Economista del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.



Veinte años de metas de inflación

Scott Roger

HACE dos décadas, Nueva Zelandia adoptó un nuevo enfoque de política monetaria, cuya novedad consistía en el explícito compromiso público de controlar la inflación como objetivo primordial y en el énfasis puesto en la transparencia de la política y la correspondiente rendición de cuentas.

Hoy usan metas de inflación 26 países; la mitad de ellos, economías de mercados emergentes o de bajo ingreso (véase el cuadro). Además, algunos bancos centrales de economías más avanzadas —como el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco Nacional Suizo y la Reserva Federal de Estados Unidos— han adoptado muchos de los principales elementos de ese régimen, y otros están avanzando en esa dirección.

En este artículo se analiza el desempeño de los países que han fijado metas de inflación durante los últimos 20 años, incluso durante los shocks de precios de las materias primas de 2006–08 y la crisis financiera mundial que comenzó en 2007. También se señalan algunos problemas importantes que esos países podrían enfrentar en los próximos años.

Cada vez más países fijan, con éxito, una tasa de inflación determinada como objetivo primordial de su política monetaria

El marco de metas de inflación

Desde el inicio, los marcos de metas de inflación han incluido cuatro elementos principales (Mishkin, 2004; y Heenan, Peter y Roger, 2006):

- Un banco central con el mandato explícito de preservar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y un alto grado de autonomía operativa para perseguir tal objetivo.
- Metas cuantitativas explícitas para la inflación.
- Rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación, principalmente mediante el requisito de una alta transparencia en la estrategia e implementación de la política.
- Definición de la política a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.

Este enfoque parte de la idea, sustentada en la teoría y la experiencia, de que los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos, como un bajo nivel de inflación y además de desempleo, con un solo instrumento básico: la tasa de interés de política monetaria. También reconoce que a largo plazo la política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales (ajustadas por inflación); que una alta inflación perjudica el crecimiento y la justa distribución del ingreso, y que las expectativas y la credibilidad inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.

El marco de metas de inflación ha evolucionado en dos importantes aspectos. Primero, ha habido un aumento progresivo de la transparencia y la comunicación de la política como medio fundamental de rendir cuentas al público, que sustenta la independencia operativa de los bancos centrales y per-

mite anclar las expectativas de inflación. Los bancos centrales comunican sus metas principalmente a través de informes de inflación o de política monetaria emitidos entre dos y cuatro veces al año, declaraciones públicas tras las reuniones de formulación de la política y, a veces, la publicación de las minutas de tales reuniones, así como a través del testimonio que sus altos funcionarios deben presentar ante el poder legislativo. En general, esas actividades de comunicación pública abarcan hoy una gama mucho más amplia que en el pasado.

Segundo, los bancos centrales generalmente fijan las metas de inflación de manera flexible. En lugar de tratar de alcanzar la meta en todo momento, apuntan a lograrla a mediano plazo, por lo general en un horizonte de dos a tres años. Esto permite que la política encare otros objetivos a corto plazo, especialmente, suavizar las variaciones del producto. Tal flexibilidad es posible, no obstante, si las expectativas inflacionarias a mediano plazo permanecen bien ancladas, lo que depende, al menos en parte, del historial del banco central en cuanto a mantener controlada la inflación.

¿Qué sucede con otras estrategias alternativas?

Cabe preguntar si en un marco de metas de inflación el desempeño macroeconómico ha sido tan bueno o mejor que bajo otras estrategias, como las metas de crecimiento de la oferta monetaria, una paridad cambiaria fija o marcos “eccléticos” con objetivos múltiples. Dado que no es posible comparar directa-

mente el desempeño de un país bajo dos regímenes diferentes en un mismo período, la comparación debe hacerse entre países similares con políticas diferentes.

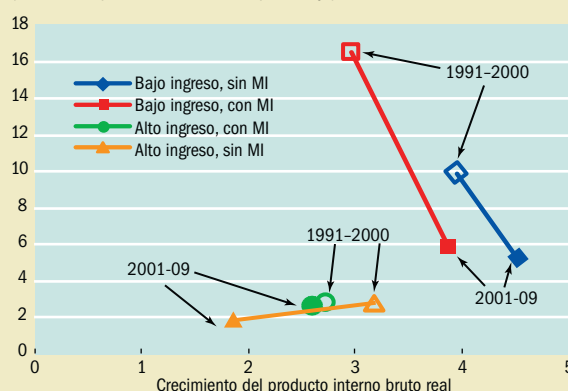
En los gráficos 1 y 2 se compara cómo evolucionaron la inflación y el producto en los países que fijan metas de inflación antes y después de adoptar ese régimen frente a países que no lo aplican. En el caso de los primeros, la mediana de la fecha de adopción del régimen fue el comienzo de 2001, de modo que los períodos de comparación se fijan en 1991–2000 y 2001–09.

Gráfico 1

Beneficios en la inflación y el crecimiento

Aunque las tasas de inflación y de crecimiento mejoraron en la mayoría de los países entre los períodos 1991–2000 y 2001–09, la mejora fue mayor en los que fijaron metas de inflación (MI).

(inflación de precios al consumidor, porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor.

Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, los períodos 1991–2000 y 2001–09. Las líneas rectas representan la dirección del movimiento entre los períodos en los cuatro grupos de países.

Países que fijan metas de inflación

Hay 26 países que establecen metas de inflación, fijando el índice de precios al consumidor como su objetivo de política monetaria. Otros tres países que tenían ese régimen —España, Finlandia y la República Eslovaca— lo abandonaron cuando adoptaron el euro como moneda.

País	Fecha de adopción del régimen de metas	Tasa de inflación a la fecha de adopción	Tasa media de inflación de 2009	Tasa de inflación meta
Nueva Zelandia	1990	3,3	0,8	1 - 3
Canadá	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Reino Unido	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Suecia	1993	1,8	-0,3	2 +/- 1
Australia	1993	2,0	1,9	2 - 3
República Checa	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Israel	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Polonia	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Brasil	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Chile	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Colombia	1999	9,3	4,2	2 - 4
Sudáfrica	2000	2,6	7,1	3 - 6
Tailandia	2000	0,8	-0,9	0,5 - 3
Corea	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
México	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Islandia	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Noruega	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Hungría	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Perú	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Filipinas	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Guatemala	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Indonesia	2005	7,4	4,6	4 - 6
Rumania	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Turquía	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Serbia	2006	10,8	7,8	4 - 8
Ghana	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

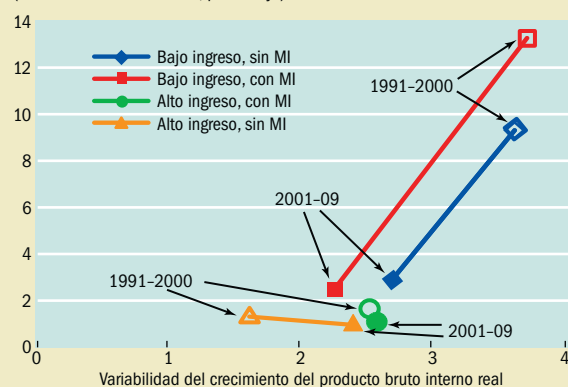
Fuente: Compilación del autor.

Gráfico 2

Suavización del producto y la inflación

Las variaciones de la inflación y del producto fueron menos volátiles en 2001–09 que en 1991–2000, pero la disminución fue mayor en los países que fijan metas de inflación (MI).

(variabilidad de la inflación, porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor.

Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, los períodos 1991–2000 y 2001–09. Las líneas rectas representan la dirección del movimiento de la variabilidad entre los períodos en los cuatro grupos de países.

Se comprueba lo siguiente:

- Las economías de bajo ingreso, tanto las que fijaron metas de inflación como las que no lo hicieron, experimentaron importantes reducciones de su tasa de inflación y mejoras en las tasas medias de crecimiento. Aunque los países que no utilizaron metas de inflación siguieron registrando una menor inflación y mayor crecimiento que los que adoptaron ese régimen, estos últimos mejoraron más su desempeño.
- En las economías de bajo ingreso, tanto las que fijaron metas de inflación como las que no lo hicieron, se observó también una gran reducción de la volatilidad de la inflación y del producto, registrando las primeras disminuciones mayores, especialmente en la volatilidad de la inflación.
- Entre las economías de ingreso alto, las que fijaron metas de inflación registraron, en promedio, escasa variación de su desempeño entre los dos períodos, mientras que en las restantes el crecimiento en general declinó. Análogamente, en los países que aplicaron el régimen de metas la volatilidad tanto del producto como de la inflación varió poco entre los dos períodos, pero en los otros la volatilidad del producto fue mayor.

La adopción de un régimen de metas de inflación quizá no explique totalmente la mejora en el desempeño relativo, ya que muchos países adoptaron ese régimen como parte de reformas estructurales y de política de alcance más amplio. No obstante, estudios más detallados en general indican que, al comparar economías de mercados emergentes similares en todo lo demás durante los mismos períodos de tiempo, variables macroeconómicas clave como la inflación y el producto evolucionaron mejor en aquellas que aplicaron metas de inflación. Por ejemplo, según un estudio presentado en la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, la adopción de metas de inflación se vinculaba con una reducción de 4,8 puntos porcentuales de la inflación media entre 1990 y 2004, así como con una reducción de 3,6 puntos porcentuales de la variabilidad de la inflación, en relación con otros regímenes de política monetaria.

La capacidad de resistencia de los regímenes de metas de inflación

Tras la fuerte alza de precios de las materias primas y los shocks financieros mundiales de los últimos tres años, corresponde determinar si un régimen de metas de inflación es más resistente a los shocks que otros marcos de política monetaria. La evidencia con que se cuenta para ello es limitada, ya que durante la mayor parte del período transcurrido desde que se generalizó la adopción de metas de inflación la situación macroeconómica mundial fue favorable en comparación con períodos anteriores.

Los países que fijaron metas de inflación parecen haber logrado minimizar mejor el impacto inflacionario del aumento de precios de las materias primas de 2007 (Habermeier *et al.*, 2009). Entre 2006 y 2008, ese shock de precios hizo aumentar la inflación y caer el crecimiento en la mayoría de los países. Entre las economías de bajo ingreso, no obstante, aquellas que no utilizaron esa estrategia experimentaron alzas mayores de la inflación que las restantes, aunque el crecimiento del producto bruto interno registró una caída de magnitud similar en ambos grupos. Entre las economías de ingreso alto, las que aplicaron

metas de inflación sufrieron una menor baja del crecimiento que las demás y también un incremento de la inflación levemente menor.

Estos resultados coinciden con la noción de que las expectativas de inflación están mejor ancladas en los países que fijan metas para esa variable y que las autoridades de esos países hacen más hincapié en evitar que la inflación trepe repentinamente. Antes de extraer conclusiones sólidas y concretas, sin embargo, será necesario hacer un análisis más detallado para separar estos efectos de otras posibles influencias sobre el crecimiento y la inflación.

Como la crisis financiera mundial que comenzó a mediados de 2007 aún sigue su curso, es prematuro juzgar si los países que fijan metas de inflación han enfrentado mejor que otros la peor caída de la actividad económica y financiera mundial desde la Gran Depresión. Varios de esos países se cuentan entre los más duramente golpeados por la crisis, y algunos, como Hungría, Islandia, Rumania y Serbia, han suscrito programas respaldados por el FMI. No obstante, no puede afirmarse con claridad que el régimen de metas de inflación haya hecho a esos países más susceptibles a las crisis o que la caída de sus economías sea más grave que la sufrida por países comparables que aplican otras estrategias.

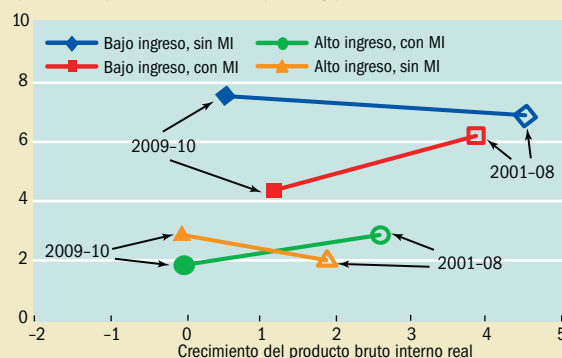
Las previsiones macroeconómicas indican que la crisis financiera podría afectar menos a las economías que fijan metas de inflación (véase el gráfico 3). Según *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) de enero de 2010, se prevé que el crecimiento medio de todos los países durante 2009–10 será muy inferior al registrado durante 2001–08. Entre las economías de mercados emergentes, sin embargo, aquellas que no fijan metas de inflación en general sufrirían una caída mayor del crecimiento que las que sí lo hacen, en relación con los promedios previos a la crisis. Entre las economías de ingreso alto se daría el caso contrario, es decir, la caída sería mayor en los países que aplican ese tipo de estrategia en comparación con

Gráfico 3

Protección ante la crisis financiera

Según las previsiones macroeconómicas, la crisis económica mundial afecta menos a las economías que fijan metas de inflación que a otros países.

(inflación de precios al consumidor, porcentaje)



Fuente: Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, enero de 2010.

Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, el desempeño real en 2001–08 y las previsiones para 2009–10. Las líneas rectas representan la dirección de la variación entre el desempeño real y el previsto en los cuatro grupos de países.

los restantes. Se prevé que la inflación disminuirá en todos los países que siguen un régimen de metas, mientras que en los demás se elevaría por encima de los niveles previos a la crisis.

El futuro de los regímenes de metas de inflación

La evidencia indica que las metas de inflación han funcionado bien en un amplio espectro de países y circunstancias. En este sentido, cabe suponer que las características principales de estos regímenes permanecerán invariables dadas las inquietudes expresadas por varios grandes bancos centrales con respecto a una reciente propuesta de Olivier Blanchard, Economista Jefe del FMI, de aumentar las metas de inflación para dar un mayor margen a los bancos centrales que les permita bajar las tasas de interés durante graves desaceleraciones. Sin embargo, el marco habrá de evolucionar a medida que se extraigan lecciones de la experiencia acumulada y se adapte a las necesidades de los países en desarrollo. Se destacan dos aspectos:

- En el caso de muchas economías abiertas que han adoptado metas de inflación o estudian hacerlo, se debate el papel que debe cumplir el tipo de cambio en un marco de ese tipo.
- Respecto de todos los bancos centrales, incluidos los que fijan metas de inflación, el interrogante es cómo conciliar sus responsabilidades y objetivos en materia de política monetaria con el cometido de promover y mantener la estabilidad del sistema financiero.

Según la sabiduría convencional, los bancos centrales que fijan metas de inflación deben reaccionar ante los movimientos del tipo de cambio solo en la medida en que estos afecten las perspectivas de la inflación y del producto, en lugar de neutralizarlos de forma sistemática. Según indican análisis más recientes, sin embargo, en algunas circunstancias puede justificarse contrarrestar sistemáticamente tales movimientos. Cuando la deuda en moneda extranjera es elevada, las variaciones cambias inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, de modo que tales intervenciones pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación (Morón y Winkelried, 2005; y Roger, Restrepo y García, 2009). El desafío para las autoridades es mantener el tipo de cambio subordinado al objetivo de inflación y evitar que con las medidas para moderar sus movimientos no se reste credibilidad al marco de metas de inflación.

La crisis financiera mundial también obliga a reevaluar la relación entre la política monetaria y las políticas orientadas a preservar la estabilidad financiera y, en particular, a considerar si la política monetaria debería responder directamente ante los posibles riesgos para la estabilidad financiera o solo en la medida en que ellos afecten las perspectivas de inflación y crecimiento.

La crisis ha puesto de relieve la necesidad de prestar más atención a la interacción entre la economía real de bienes y servicios y la economía financiera. Los modelos macroeconómicos tradicionalmente utilizados por los bancos centrales para sus análisis y pronósticos de política monetaria no dan suficiente cabida al sector financiero, la determinación del precio de activos clave como las acciones y las propiedades y la interacción entre los comportamientos del sector financiero y del sector de los hogares y las empresas, ni tampoco toman en cuenta las interacciones que tienen lugar dentro del sector financiero. Corregir esas deficiencias no será fácil, pero es

importante para integrar mejor la evolución financiera dentro del análisis y las previsiones de la política monetaria.

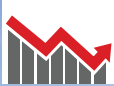
Una cuestión crucial es si los bancos centrales deben usar la política monetaria, además de políticas prudenciales, para reaccionar directa y sistemáticamente a los indicadores de estabilidad financiera, como el precio de las viviendas. Al igual que en el caso de los movimientos del tipo de cambio, hacerlo podría ser conveniente en algunas circunstancias pero no en otras y, al agregarse esa tarea a los objetivos del banco central, el compromiso con la meta de inflación podría perder credibilidad. Es preciso investigar más este tema, para determinar qué indicadores financieros tiene que considerar el banco central y cómo debe responder a ellos.

Otra posibilidad es prolongar el horizonte de las metas de inflación para tomar en cuenta los riesgos inflacionarios a más largo plazo derivados de los ciclos de precios de los activos (Borio y Lowe, 2002), una estrategia menos mecánica que no exigiría responder directamente a la evolución de esos precios o de otros indicadores de estabilidad financiera. Esta alternativa plantearía, no obstante, problemas prácticos, como el de mejorar la capacidad del banco central para formular previsiones a mediano y largo plazo o determinar el momento apropiado para contrarrestar el desarrollo de burbujas de precios (Bean, 2004). También sería necesario comunicar la política de manera más contundente para preservar la credibilidad del compromiso del banco central con el mantenimiento de una inflación baja y estable a largo plazo. ■

Scott Roger es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 94, No. 2, págs. 14–18.
- Borio, Claudio, y Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper 114* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts* (enero).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2005, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, septiembre).
- Habermeier, Karl, et al., 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective", *IMF Working Paper 09/1* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter y Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication", *IMF Working Paper 06/278* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, y Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies", *Journal of Development Economics*, vol. 76, No. 1, págs. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo y Carlos García, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper 09/234* (Washington: Fondo Monetario Internacional).



Lecciones del pasado

Los países del Consejo de Cooperación del Golfo confrontaron la crisis financiera mundial desde una posición de fuerza

Construcción de rascacielos en Dubai.

May Khamis y Abdelhak Senhadji

LOS países de la Península Arábiga están familiarizados con las veleidades de los mercados petroleros. Durante la prolongada bonanza petrolera de los años setenta, los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) registraron altos niveles de gasto público, solo para enfrentar duras realidades presupuestarias cuando los precios del petróleo se desplomaron.

En la crisis más reciente, los precios del petróleo se precipitaron desde un máximo de US\$144 el barril a mediados de 2008 hasta US\$34 en diciembre de ese año, en gran parte a causa del descenso de la demanda mundial. Pero esta vez los seis gobiernos del CCG (véase el recuadro) ahorraron una parte importante del producto del auge petrolero de 2003–08, acumularon

reservas y crearon cuantiosos fondos soberanos de inversión; y gastaron con prudencia, invirtiendo en infraestructura física y capital humano. Algunos países saldaron deudas (véase el gráfico 1); Arabia Saudita, por ejemplo, redujo su deuda a 13% del PIB al cierre de 2008, frente a más del 100% una década atrás.

Como resultado, los gobiernos del CCG pudieron contener el impacto de la peor crisis económica mundial en varias décadas, aunque la reciente turbulencia ha revelado algunas vulnerabilidades del sector financiero en la región.

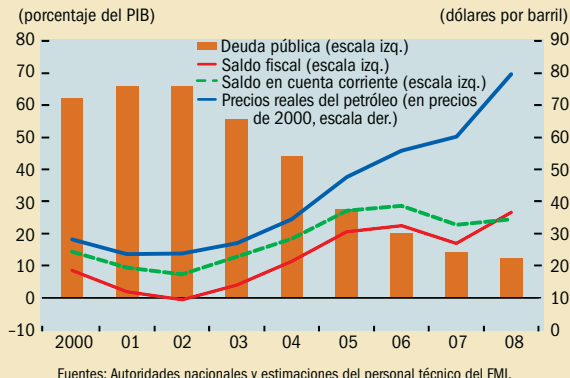
Desequilibrios emergentes

La bonanza petrolera originó grandes superávits fiscales y externos en los países del CCG. Estos superávits generaron el

Gráfico 1

Los beneficios del boom

El boom de los precios del petróleo de 2003 a 2008 fortaleció los saldos fiscales y externos de los países del CCG. (porcentaje del PIB)



El Consejo de Cooperación del Golfo

El Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) fue creado en 1981 por Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar, para reforzar su integración económica y financiera. Se estima que en total tiene unos 38 millones de habitantes, incluidos los expatriados, con un PIB de US\$1,1 billones en 2008. El petróleo representa cerca del 50% del PIB de la región y el 80% de los ingresos fiscales y de exportación. La región es muy importante en el mercado petrolero, ya que su producción representa casi el 50% de la de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el 70% de su capacidad de producción excedentaria, 58% solo de Arabia Saudita. Las monedas de todos los países del CCG excepto Kuwait están vinculadas al dólar de EE.UU. La región es sede de algunos de los mayores y más antiguos fondos soberanos de inversión, que administran activos por una cifra estimada en US\$600.000 millones a US\$1 billón al cierre de 2008, excluidos más de US\$500.000 millones correspondientes a reservas oficiales.

espacio fiscal necesario para abordar, al menos por un tiempo, el doble desafío de promover la diversificación económica y reducir el desempleo en la región, preservando la riqueza petrolera para las generaciones futuras.

Pero el auge también generó desequilibrios internos que empezaron a observarse con la escasez del crédito mundial: la abundancia de liquidez alimentó un crecimiento del crédito, inflación y aumentos de los precios de los activos, con pocas herramientas de política para compensarlos a raíz del tipo de cambio fijo frente al dólar de EE.UU. El auge también obedeció al aumento del apalancamiento del sector financiero y corporativo (véase el gráfico 2). Al empezar la escasez de crédito mundial, aparecieron las vulnerabilidades de los balances, particularmente en los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Kuwait y Bahrein, por sus vínculos con los mercados accionarios mundiales, su creciente dependencia de préstamos externos, y su exposición al riesgo de préstamos inmobiliarios y de construcción (véase el gráfico 3).

Una respuesta rápida

Al consolidarse el desapalancamiento y mermar los precios y la producción de petróleo, los superávits fiscales y externos del CCG disminuyeron ostensiblemente, aumentó el diferencial para los *swaps* de incumplimiento de crédito (CDS) correspondientes a la deuda soberana, y los mercados accionarios e inmobiliarios se desplomaron (véase el cuadro). El mercado inmobiliario de los EAU recibió un duro golpe, ya que el valor mensual de las transacciones se desplomó, pasando de un máximo cercano a US\$3.000 millones en mayo de 2008 a tan solo US\$250 millones en noviembre de 2009. El financiamiento externo para los sectores financiero y corporativo se contrajo: de proyectos por unos US\$2,5 billones al cierre de 2008, al cierre de 2009 se habían suspendido proyectos por unos US\$575.000 millones.

Aun así, los bancos se mantuvieron rentables y lograron absorber las pérdidas, principalmente porque al empezar la

crisis los coeficientes de capital en la mayoría de los países eran elevados. Unas pocas instituciones financieras y empresas no bancarias entraron en incumplimiento, pero sin consecuencias sistémicas, en parte porque los gobiernos rápidamente aplicaron medidas estabilizadoras.

Los gobiernos aprovecharon sus sólidas posiciones internacionales para mantener el gasto a un nivel alto y aplicar

Recuperándose de la crisis

Durante la recesión mundial, los mercados financieros elevaron la prima de riesgo para la deuda y capital soberanos del CCG, y los precios inmobiliarios en los países del Golfo descendieron.

	Diferenciales de los CDS (puntos básicos)			Variación de las acciones (porcentaje)	
	Nivel mínimo durante el período	Nivel máximo durante el período	Aumento máximo durante el período	Variación en el período	Máximo descenso durante el período
Impacto de la crisis antes de lo ocurrido en Dubai ¹					
Bahrein	92	716	624	79	-50
Kuwait	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-59
Omán	252	483	231	274	-65
Qatar	43	379	335	49	-66
Arabia Saudita	30	333	303	74	-58
Dubai	114	944	830	200	-75
Abu Dhabi	42	446	404	55	-58
Impacto de lo ocurrido en Dubai ²					
Bahrein	172	260	88	6	-2
Kuwait	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-2
Omán	275	277	3	-30	-7
Qatar	94	120	26	-1	-9
Arabia Saudita	74	107	34	9	-5
Dubai	317	634	316	123	-27
Abu Dhabi	100	175	75	38	-15

Fuentes: Markit, Bloomberg, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Un swap de incumplimiento crediticio (CDS) es un contrato de derivado que promete un pago si ocurre un fenómeno crediticio, como el incumplimiento. Es similar a una póliza de seguro. El diferencial del CDS es la diferencia en puntos básicos (un punto básico es una centésima de punto porcentual) entre una tasa de referencia (por ejemplo, un título del Tesoro de Estados Unidos) y la tasa del CDS. La diferencia es, en esencia, una prima de seguro, y el diferencial aumenta a medida que sube la percepción del riesgo.

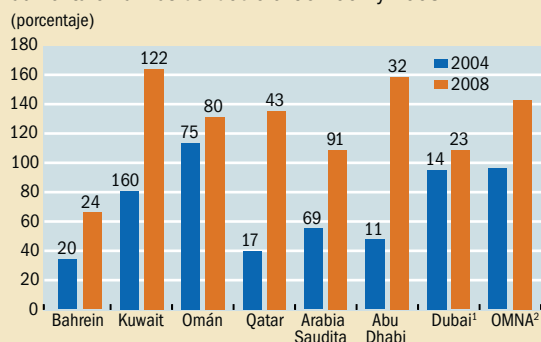
¹Período 1 de junio de 2008-22 noviembre de 2009.

²Período 23 noviembre de 2009-21 enero de 2010.

Gráfico 2

Se dispara el endeudamiento

Las razones deuda-capital de algunas empresas del CCG aumentaron a más del doble entre 2004 y 2008.



Fuentes: Zawya, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras sobre las barras indican el número de empresas.

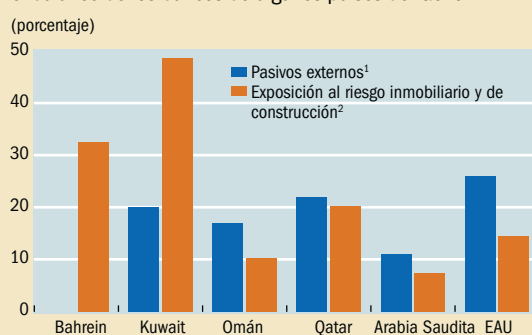
¹La razón correspondiente a Dubai no incluye entidades relacionadas con el gobierno no inscritas en la Bolsa. Las entidades inscritas incluidas en el coeficiente son DP World, Dubai Financial, Emaar y Tamweel.

²OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

Gráfico 3

Aumenta la vulnerabilidad de los bancos

La cuantiosa deuda externa y la exposición al riesgo del crédito inmobiliario y de construcción contribuyeron a debilitar el balance de los bancos de algunos países del Golfo.



Fuentes: Zawya, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Pasivos externos de los bancos a su nivel máximo en 2008 como porcentaje de los pasivos totales; no disponibles en el caso de Bahrein.

²Como porcentaje de los préstamos totales, 2008.

medidas financieras excepcionales a fin de contrarrestar los shocks. Además de inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales y los gobiernos, Arabia Saudita, los EAU y Kuwait crearon garantías para los depósitos. Además, los EAU y Qatar inyectaron capital hasta por un equivalente del 7,3% y 2% del PIB, respectivamente. Kuwait adoptó una ley de garantías para el sector financiero y varios fondos de estabilización de la Bolsa hasta por un 3% del PIB. Qatar adquirió activos de capital e inmobiliarios de los bancos hasta por el 6% del PIB. Como parte de un plan quinquenal de inversiones por US\$400.000 millones, Arabia Saudita implementó el mayor (como porcentaje del PIB) paquete de estímulo del denominado Grupo de los Veinte. Estas medidas ayudaron a estabilizar los sistemas financieros del CCG y a sostener el crecimiento, produjeron efectos de desbordamiento favorables en países vecinos y contribuyeron a reactivar la demanda mundial.

Dubai, golpeado por la escasez de crédito

Al parecer, la región soportó bien la crisis mundial, pero las presiones sobre entidades cuasisoberanas fuertemente apalancadas obligaron a Dubai World, un holding del gobierno, a anunciar, en noviembre de 2009, que buscaría una moratoria; en otras palabras, negociaría un acuerdo con sus acreedores para modificar las condiciones originales de los créditos y evitar ejecuciones hipotecarias.

Esta situación se originó porque entidades relacionadas con el gobierno de Dubai habían obtenido grandes préstamos en 2004–08 para financiar enormes inversiones en bienes raíces comerciales y residenciales. El importante aumento del apalancamiento originó una burbuja inmobiliaria, que estalló a mediados de 2008.

El gobierno de Abu Dhabi, que, por ser el mayor de los siete emiratos posee más del 95% de las reservas petroleras de los EAU, acudió al rescate de Dubai el 14 diciembre, con un préstamo para cubrir algunas de las obligaciones de Dubai World; entre ellas, unos US\$4.200 millones en bonos islámicos (*sukuk*) de su filial inmobiliaria Nakheel, que venían ese día. La intervención ayudó a apaciguar los mercados, pero persiste la incertidumbre mientras el gobierno de Dubai desarrolla una estrategia para sanear su sector corporativo. Ante lo ocurrido en Dubai, han resurgido presiones temporales sobre los mercados accionarios de la región y han aumentado los diferenciales para los CDS del gobierno y las entidades públicas. (Los diferenciales de los CDS para el resto de la región apenas se han visto afectados). Las dificultades de Dubai podrían causar otros efectos; por ejemplo, es posible que los mercados sean menos optimistas respecto a los riesgos cuasisoberano y privado, lo que podría elevar el costo del crédito y reducir el acceso de algunas entidades del CCG a los mercados internacionales de capital.

Qué depara el futuro inmediato

Mientras que la crisis mundial y lo ocurrido en Dubai empaña las perspectivas económicas del CCG a corto plazo, a mediano plazo las perspectivas de la región siguen siendo generalmente favorables, gracias al aumento de los precios de

los productos básicos. Se estima un crecimiento del PIB no petrolero de aproximadamente 2,8% en 2009, y para 2010 se prevé un repunte del crecimiento general más pujante que en las economías avanzadas.

Aún así, las autoridades del CCG tienen mucho por hacer. La prioridad inmediata es la limpieza de los balances de los bancos (es decir, seguir reconociendo abiertamente las pérdidas y recapitalizar de inmediato los bancos) y la reestructuración del sector no bancario en algunos países. Las pruebas de tensión y las revisiones periódicas de la calidad de los activos bancarios ayudarán a determinar si el apoyo de capital es suficiente. En lo posible, la recapitalización debe basarse en inversiones del sector privado para reducir al mínimo el riesgo moral, y las inyecciones del sector público deben retirarse en cuanto el mercado lo permita.

Las autoridades también deben facilitar la reestructuración de instituciones no bancarias —particularmente en los EAU y Kuwait— apoyando instituciones sistémicas y viables y facilitando la salida de las no viables. La claridad por parte del gobierno sería valiosa, calmaría la incertidumbre de los inversionistas y reduciría la especulación y volatilidad del mercado.

A mediano plazo, será esencial una mejora del sistema de gobierno y la transparencia de las empresas, ante la mayor aversión al riesgo de los prestamistas, que ha presionado a los conglomerados y entidades públicas del CCG a mejorar la divulgación de información.

Las autoridades de la región también deben considerar las siguientes medidas:

- Una política fiscal apoyada en un buen conjunto de herramientas macroprudenciales que frenen la transmisión del ciclo petrolero a la economía, ante la limitación de política monetaria que impone el tipo de cambio fijo frente al dólar de EE.UU.
- Reglas que promuevan la prudente constitución de reservas para pérdidas crediticias — como en Arabia Saudita, que ha estado aplicando políticas de provisionamiento anticíclicas — y reservas de capital durante el ciclo económico.
- La aplicación enérgica de los encajes y límites prudenciales de los bancos para evitar que resurjan los flujos especulativos y presiones de sobrecalentamiento.
- Un impuesto sobre las ganancias de capital en las transacciones inmobiliarias y accionarias.
- Vigilancia para evitar un excesivo apalancamiento corporativo y para controlar los riesgos de contagio desde los centros financieros *offshore*.
- Desarrollo de mercados locales y regionales de deuda para diversificar los canales de financiamiento fuera de los bancos.

Para alcanzar la meta a más largo plazo de diversificar sus economías, los gobiernos del CCG deben concentrarse en facilitar la actividad del sector privado. Para ese fin, es clave mejorar el ambiente regulatorio y eliminar las trabas burocráticas. La diversificación no solo generaría empleo, sino que también ayudaría a la región a alcanzar la meta fundamental de reducir su dependencia del petróleo. ■

May Khamis es Subjefe de División y Abdelhak Senhadji es Jefe de División, en el Departamento del Oriente Medio y Asia Central del FMI.

Nueva profecía de Casandra

Harold James

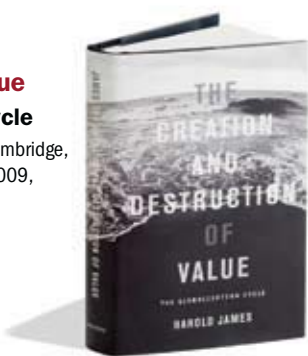
The Creation and Destruction of Value

The Globalization Cycle

Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts y London, 2009, 484 págs. US\$35 (tela).

Harold James es la Casandra del capitalismo mundial. En su libro, *The End of Globalization*, de 2001, narró cómo y por qué, del siglo XVI al siglo XX, terminaron fracasando todos los intentos de globalizar el comercio y las finanzas. Aunque trajo consigo una mayor prosperidad mundial, la globalización perjudicó y puso en peligro a muchos, y el contragolpe abrumó a sus beneficiarios. Era fácil concluir que la gran globalización de los años ochenta y noventa también estaba destinada a fracasar.

Al igual que la Casandra de Esquilo, James atinó en sus predicciones y fue ignorado. Durante los años noventa y los primeros años del milenio, los flujos financieros aumentaron en forma desenfrenada, pero sus frutos no se distribuyeron equitativamente y aparecieron notorias disparidades de ingreso que fueron agrandándose. La patente falta de normas adecuadas que regularan las grandes instituciones financieras permitió que se asumieran riesgos descontroladamente sin que se adoptaran medidas oportunas o eficaces para impedirlo. La resistencia oficial a que se vinculara la expansión del comercio y las finanzas con la protección de los derechos de los trabajadores y el medioambiente, o a que se obligara a los países industriales a abrir sus mercados a las importaciones de los países pobres provocó una reacción violenta contra la globalización. No obstante, las fuerzas del progreso siguieron adelante incontenidas. ¿Cómo detener esta desenfrenada expansión de las finanzas mundiales? El autor de esta crítica no fue el único en concluir que “la arquitectura financiera internacional [...] ha demostrado que es capaz de adaptarse a cambios radicales y a veces muy rápidos



en la economía mundial” (Boughton, 2002). A la luz del desplome financiero de 2007–08 y el colapso económico de 2008–09, ese optimismo resulta menos convincente.

En su nuevo libro James no alardea de sus profecías; se propone un objetivo más importante: refutar el concepto de Joseph Schumpeter de “destrucción creativa”—la fuerza

motora del capitalismo—para demostrar por qué la globalización siempre fracasa. Según Schumpeter, los avances económicos resultan de “mutaciones industriales [...] que transforman constantemente la estructura económica desde dentro, sustituyendo las estructuras antiguas por otras nuevas. (Schumpeter, 1950. Énfasis del original). La tesis de James es que la destrucción creativa socava precisamente los valores en que se sustenta el progreso. La innovación y el crecimiento dependen de las finanzas, que periódica e inevitablemente provocan crisis financiera y colapso económico. Una vez alcanzado ese punto, “los bancos, las empresas e incluso los particulares pierdan la confianza los unos en los otros [...] y los valores monetarios y los ideales se ven sacudidos”.

James desarrolla esta cuestión en seis breves capítulos. Primero, resume la justificación histórica de su libro anterior: existe un “ciclo de globalización” perpetuo que ha quedado de manifiesto en el colapso de los últimos dos años. Segundo, sostiene que la actual “Gran Recesión” se asemeja a la Gran Depresión, pero sus raíces se parecen más a 1931 (contagio mundial) que a 1929 (mercados financieros irracionales). Tercero, narra en detalle cómo se inició esta recesión, centrandose en análisis en dos fines de semana de 2008: el rescate de Bear Stearns en marzo y la decisión de dejar que se hundiera Lehman Brothers en septiembre. El propósito de esa decisión era demostrar que los rescates no eran inevitables. Como resultado, se perdió toda confianza en la estabilidad financiera y en las insti-

tuciones y los mercados financieros.

En el cuarto capítulo, James propone soluciones y llega a la polémica conclusión de que la respuesta no es intensificar la regulación. Aunque “la respuesta convencional al desorden financiero es un llamado a una mayor regulación [...], las mejores respuestas [...] paradójicamente, radican en la innovación técnica”. James tiene particular fe en la transparencia y en la difusión de los conocimientos financieros para poder ser los amos de las finanzas mundiales y no sus esclavos.

Sus planteamientos en el quinto capítulo son también controvertidos. La idea de que tarde o temprano China abandonará el dólar de EE.UU. no es “tan forzada como podría parecer”. Aunque los macroeconomistas coinciden en que China tiene un interés mundial en la estabilidad del dólar y del sistema, James nos recuerda que el curso de la historia no siempre se guía por escenarios económicos benignos.

La belleza de la erudición de James y su pericia como historiador financiero —uno de los más importantes de su generación— se hacen más evidentes en el último capítulo, en que explica persuasivamente cómo se vincula la destrucción de los valores monetarios y nuestros conocimientos de esos valores con el menoscabo de los ideales y la pérdida de confianza: “Fue el fracaso de la ética empresarial lo que derrumbó el modelo de globalización financiera”.

¿De qué nos advierte ahora Casandra? Para empezar de nuevo, debemos recuperar la confianza y encontrar “comunidades virtuosas”. Esta tarea no será fácil y llevará tiempo; y, cuando se logre, el único premio será que habremos reiniciado, una vez más, el ciclo de la globalización.

James Boughton
FMI, historiador

Referencias:

Boughton, James M., 2002, “Review” of James (2001), *The International History Review*, vol. 24, No. 4, págs. 923–25.

James, Harold, 2001, *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Schumpeter, Joseph A., 1950, *Capitalism, Socialism, and Democracy* (Nueva York: Harper, tercera edición).

Ya no habrá economías “avanzadas”

Carmen M. Reinhart y
Kenneth S. Rogoff

This Time Is Different **Eight Centuries of** **Financial Folly**

Princeton University Press y Oxford,
2009, 463 págs, US\$35 (tela).



En 2005, el Banco de Pagos Internacionales expuso sin rodeos que la creciente deuda interna e internacional creaba las condiciones para una crisis económica y financiera mundial. Un año después, Anne Pettifor predijo en *The Coming First World Debt Crisis* que el denominado Primer Mundo quedaría empantanado por los niveles de deuda que desde los años ochenta han causado tantos estragos en las economías consideradas del Tercer Mundo.

En un mar de exhuberancia irracional, olvido de la historia y codicia generalizada, esas y otras pocas voces solitarias tenían razón, como el mundo comprobaría a un alto costo.

Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff pasaron gran parte de la última década estudiando los *defaults* de deuda soberana y reuniendo una enorme cantidad de datos, que abarcan ocho siglos, sobre crisis bancarias, cesación de pagos de la deuda interna y externa, desplomes cambiarios e inflación en 66 países. El resultado es un aleccionador recordatorio de que las crisis financieras son un fenómeno serial, causado en buena parte por el seductor síndrome de “esta vez es diferente”, la creencia de que para nosotros, aquí y ahora, las viejas leyes económicas del movimiento ya no se aplican. Su obra traza amplios paralelos entre crisis financieras de distintas épocas y continentes y entre reducción de la deuda interna por efecto de la inflación, desvalorización de la moneda y cesación de pagos de la deuda externa. Los *defaults* no suelen darse de una vez, sino en forma parcial y prolongada. Aun cuando los instrumentos hayan cambiado, es inusual que los gobiernos paguen íntegramente su deuda. En los mercados emergentes, la mayoría de las grandes reducciones de la deuda externa se han logrado mediante

su reestructuración o la cesación de pagos.

Tras establecer una tipología de las crisis financieras, los autores dirigen su atención a las crisis de la deuda externa soberana. Explican la teoría económica básica de la deuda soberana y describen las características que la distinguen de la deuda corporativa. Se

anrma que la diplomacia de las cañoneras no pasaría una prueba de costo-beneficio, pero nada se dice de que las cobranzas forzosas también son ilegales según el derecho internacional.

Reinhart y Rogoff definen la deuda externa como los pasivos totales de un país frente a los acreedores extranjeros. La deuda interna se refiere a todos los pasivos de deuda de un gobierno que se emiten dentro de la jurisdicción nacional y se rigen por ella, independientemente de la nacionalidad del acreedor y de la moneda en que esté expresada la deuda. Según estas definiciones, un bono soberano emitido localmente y adeudado a un acreedor extranjero se consideraría deuda *tanto externa como interna*. Esa superposición ilustra la frontera cada vez más fluida entre la deuda externa y la interna y la necesidad de definir las más claramente.

Reinhart y Rogoff se concentran luego en la historia olvidada de la deuda interna y señalan que el sesgo moderno hacia la deuda a corto plazo es producto de la “fatiga inflacionaria” de los años setenta y ochenta; que típicamente los *defaults* internos solo se producen en contextos macroeconómicos más graves que los que rodean a los *defaults* externos, y que los países con ahorros internos suficientes pueden usar deuda interna como sustituto del endeudamiento externo. Los autores subrayan que la inflación es una forma de cesación de pagos *de facto* de la deuda interna, especialmente si va acompañada de represión financiera. Explican por qué un alto endeudamiento interno puede llevar a una cesación de pagos aunque los niveles de deuda externa aparentemente sean sostenibles.

Desacreditan la popular creencia de

que el crecimiento permite a los países escapar de un alto endeudamiento. Dejar de caer en impagos en serie lleva mucho tiempo, y muchos países no lo logran. Las crisis bancarias —una “amenaza igualitaria” para las economías en desarrollo y avanzadas— son sorprendentemente frecuentes, sobre todo en los centros financieros del mundo, y la tasa de recidiva es aún mayor. Una observación clave es que las crisis bancarias modernas elevan la deuda pública real —por lo general de manera indirecta, al caer el producto y los ingresos tributarios— un 86% en promedio, lo que generalmente excede del costo de los rescates en un orden de magnitud. El “verdadero legado de las crisis bancarias es un mayor endeudamiento público”, que ha sido “un rasgo definitorio de las secuelas de tales crisis durante más de un siglo”.

Los autores ponen en duda el carácter inocuo de la creciente deuda de Estados Unidos antes de la actual crisis económica mundial. En 2004–05, señalan, Estados Unidos absorbía más de dos de cada tres dólares ahorrados por todos los países superavitarios del mundo. La historia se repetía. Una vez más, la creencia de que Estados Unidos era diferente del resto del mundo daba al gobierno, los consumidores y las empresas un cheque en blanco para endeudarse como si el día del juicio nunca fuera a llegar.

Reinhart y Rogoff presentan datos que evidencian las características convergentes de las crisis financieras en las economías en desarrollo y avanzadas, pero descartan como exagerada la conclusión de que pronto estas última no se diferenciarán, en el plano financiero, de las primeras, y afirman que Estados Unidos sigue siendo “un centro financiero mundial altamente sofisticado”. El año pasado, Simon Johnson sostuvo convincentemente en *The Atlantic Monthly* que Estados Unidos se asemeja demasiado a un país emergente. Es improbable que la vieja categorización entre economías avanzadas y emergentes sobreviva a la crisis actual.

Michael Waibel

Investigador posdoctoral, Centro
Lauterpacht de Derecho Internacional,
Universidad de Cambridge

Medidas extremas para la pobreza extrema

R. Glenn Hubbard y William Duggan

The Aid Trap

Hard Truths about Ending Poverty

Columbia University Press, Nueva York, 2009, 198 págs., US\$22,95 (tela).

En *The Aid Trap*, los autores R. Glenn Hubbard y William Duggan, ambos de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, plantean una solución radical para acabar con la pobreza extrema. Consideran que los actuales sistemas de ayuda para el desarrollo y el sector sin fines de lucro de las economías emergentes mantienen pobres a los pobres y que lo único que puede eliminar la pobreza extrema de manera sostenible es un sector empresarial pujante.

Tradicionalmente, la ayuda a las economías en desarrollo asume una de dos formas: de arriba hacia abajo, o viceversa. Los autores de *The Aid Trap* descalifican ambas. La ayuda de arriba hacia abajo suele ser entregada por los gobiernos y termina en manos de líderes y burócratas corruptos. La ayuda de abajo hacia arriba desplaza a las empresas de mercado al proporcionar servicios gratuitos pero insostenibles y crea dependencia. Los autores citan los Objetivos de Desarrollo del Milenio y los “proyectos de desarrollo de las aldeas” como ejemplos actuales de distribución de ayuda de abajo hacia arriba destinados al fracaso.

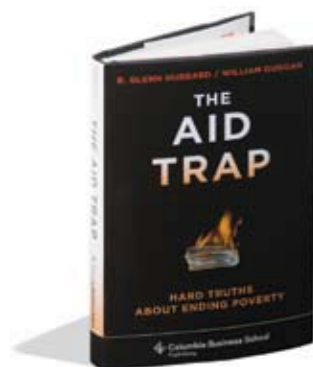
Elogian el carácter pro empresarial del microcrédito, que se ha generalizado enormemente; pero creen que incluso los micropréstamos tienen limitaciones.

Las microempresas comúnmente permanecen micro, a menudo porque los gobiernos frenan su crecimiento por temor a que la prosperidad generada por las empresas origine un agotamiento de la ayuda extranjera.

Hubbard y Duggan proponen un enfoque alternativo basado en el plan Marshall, que logró revivir el diezmado sector empresarial de Europa occidental después de la Segunda Guerra Mundial. El moderno plan Marshall para los países en desarrollo proveería préstamos a empresas locales cuyos gobiernos acepten reformar sus políticas antiem-

presariales. Estos préstamos serían reembolsados a los gobiernos locales, que los reinvertirían en infraestructura para apoyar aún más el desarrollo empresarial. El crecimiento del sector empresarial generaría impuestos sobre la renta, necesarios para financiar servicios sociales cruciales como la salud y la educación.

Los autores, acertadamente, denominan estos planes “medicina fuerte”, tanto para los países en desarrollo como para los ricos. Los países en desarrollo tendrían que aceptarla o perder la ayuda de todo tipo, salvo asistencia humanitaria básica. Las naciones ricas tendrían que adoptar políticas que apoyen el comercio libre y justo, lo cual



podría eliminar, por ejemplo, los subsidios a agricultores estadounidenses que producen cultivos excedentarios enviados como ayuda alimentaria a los países pobres.

A corto plazo, se prefieren las empresas nacionales. En última instancia, sin embargo, las naciones pobres desarrollan sectores empresariales prósperos, lo que permite a las empresas extranjeras regresar a esos mercados.

En teoría, el plan funciona. Pero, con seguridad, ningún plan que requiera sacrificios, aunque sean a corto plazo, de las naciones ricas y pobres tiene posibilidades de llevarse a cabo en su forma pura.

El libro comienza con la actual crisis económica mundial como ejemplo del poder del sector empresarial para restablecer la estabilidad económica. “Vemos un consenso mundial en las regiones prósperas de que un sector empresarial pujante es la fuente de su prosperidad.

Saben que sus empresas locales son la única esperanza de tener en el futuro suficientes empleos bien remunerados para la mayoría de su población. Estos países están movilizándolo todo su gobierno no para reemplazar al sector empresarial, sino para revivirlo”.

El problema de citar los recientes sucesos de la economía mundial como evidencia de la eliminación de la pobreza por parte del sector empresarial es que no se reconoce que este sector también creó la actual crisis económica, que se tradujo en millones de empleos perdidos en todo el mundo.

No, las empresas no son una panacea. Ni lo son los proyectos de desarrollo de las aldeas. Obviamente la ayuda de arriba hacia abajo que forra los bolsillos de unos pocos en lugar de crear oportunidades para las masas no es la respuesta.

Al final, la respuesta es tan complicada como la sociedad y la humanidad mismas. El final de la extrema pobreza llegará cuando la masa de individuos que desean y exigen el fin de esta inhumanidad alcance su propio punto de inflexión. Solo entonces se abordará la pobreza extrema con un enfoque amplio y múltiple que satisfaga las necesidades singulares de desarrollo de cada país, aldea o incluso familia.

Ningún plan maestro terminará con la pobreza. Vendrá por oleadas, a los tropezones, y llevará tiempo. Parecerá en parte un Plan Marshall, los Objetivos de Desarrollo del Milenio, y la ayuda de arriba hacia abajo y de abajo hacia arriba; todos aportando piezas cruciales al remedio: políticas pro empresas, acceso universal a la educación y atención de salud, distribución masiva de ayuda humanitaria y prevención y tratamiento de enfermedades endémicas, y microempresas libres de crecer en un mercado abierto y propicio.

Aun así, aplaudo la audacia de Hubbard y Duggan. Se atreven a mirar el mayor desafío de la sociedad —la pobreza extrema— y crean un verdadero modelo para el cambio, lo cual es una enorme contribución a la solución.

Wendy Smith

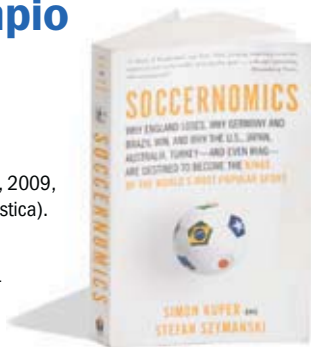
Autora de Give a Little: How Your Small Donations Can Transform Our World

Juego limpio

Simon Kuper y
Stefan Szymanski

Soccernomics

Nation Books, Nueva York, 2009,
336 págs., US\$14,95 (rústica).



¿Se está preparando ya para la Copa Mundial de Fútbol Sudáfrica 2010? ¿Sabía usted que el ingreso, la población y el historial futbolístico de un país son los principales factores de éxito de un equipo en la primera ronda de la Copa? Pero no se apresure a cotejar las posibilidades de su equipo favorito. Estos tres factores solo explican el 25% de la variación en las diferencias de goles; el 75% restante está constituido por elementos aleatorios o fortuitos inexplicados: todo gracias al poder de la econometría.

Este, y muchos otros hechos sorprendentes del ámbito futbolístico se examinan en *Soccernomics*, de Simon Kuper, redactor de *Financial Times*, y Stefan Szymanski, destacado especialista en economía del deporte. Los autores describen análisis teóricos y anécdotas de jugadores, directivos y equipos en un estudio sumamente ameno del deporte más popular del mundo. Para el estudiante de economía sería mucho más entretenido aprender sobre la teoría de los juegos o análisis de regresión por medio del tiro de penal o los ejemplos del fútbol.

¿Qué tienen en común las grandes instituciones financieras como Lehman Brothers y los clubes de fútbol, y en qué se diferencian? Todos están sujetos al riesgo moral (que surge cuando el comportamiento riesgoso no se sanciona) pues generalmente se los rescata (aunque esto no siempre ocurre, como lo demuestra el ejemplo reciente de Lehman Brothers). No obstante, los clubes de fútbol rara vez desaparecen, lo cual es sorprendente. Un club puede caer en la quiebra (como la Fiorentina y Leeds United), pero, según Kuper y Szymanski, los clubes de fútbol se

cuentan entre las empresas más duraderas. Incluso los pocos que no son rescatados reaparecen frecuentemente con otro nombre, con fondos y con los mismos hinchas, volviendo a situarse rápidamente en las grandes ligas (como la Fiorentina). Si bien los bancos obtienen enormes ganancias en períodos de auge, en general los

clubes de fútbol no son lucrativos. Los autores no descubren ninguna correlación entre la posición en la liga y las utilidades. No obstante, los salarios de los jugadores explican casi todas las variaciones de la posición en la liga mayor de Inglaterra, aunque los traspasos multimillonarios de jugadores no están necesariamente relacionados con la posición del equipo en la liga.

También se observa que en los países europeos los suicidios se reducen cuando el país actúa como anfitrión de la Copa Mundial o la Copa de Europa, que los noruegos son los más entusiastas del fútbol en Europa, que Iraq es uno de los países con mejores resultados en ese deporte y que el 50% de los hinchas británicos no vuelven al estadio durante la temporada siguiente. Los clientes bancarios generalmente siguen fieles a sus bancos a menos que se produzca una corrida, pero los hinchas del fútbol no son muy leales. Además, al actuar como sede de los grandes campeonatos no se obtienen beneficios económicos importantes, pero se hace más feliz a la población (conclusión derivada del influyente ámbito de la “economía de la felicidad”). Por tanto, si bien es probable que los sudafricanos pierdan dinero con la Copa Mundial, al final podrían sentirse más felices; sin mencionar a todos los demás participantes africanos a quienes este acontecimiento podría potenciar, enorgullecer y contentar.

Una de las deficiencias del libro es que los datos empíricos se concentran excesivamente en el caso inglés. Puesto que en general los econo-

mistas son escépticos (salvo quizás en lo que respecta a las expectativas racionales o los mercados eficientes), el uso de datos de otros países contribuiría a generalizar algunas conclusiones. El argumento de que a los países pobres les va peor en los campeonatos es convincente, pero no

Ser el país anfitrión no genera grandes beneficios económicos, pero hace más feliz a la población.

explica por qué los países africanos obtienen excelentes resultados en la Copa Mundial Sub 17 y la Copa Sub 20 de la FIFA. La selección Sub 17 de Nigeria es la más exitosa —sin contar la de Brasil— y el equipo Sub 20 de Ghana es actualmente el campeón mundial.

¿Cuándo harán sentir su influencia en el ámbito futbolístico países como China e India? Brasil, un miembro del denominado grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China), tiene el mejor equipo del mundo, y el equipo ruso participó en la semifinal de la Copa de Europa hace dos años.

Finalmente, una nota de cautela para los directores de equipos con amplio presupuesto: no “compren” a las estrellas de la Copa Mundial de Sudáfrica; en general, están sobrevaloradas. Contraten jugadores jóvenes o jugadores cuyos problemas personales puedan resolver (ambos grupos están generalmente subvalorados).

Recomendamos este libro a los entusiastas del fútbol y a aquellos interesados en aprender cómo se aplican los instrumentos económicos al maravilloso mundo del fútbol.

Heiko Hesse

Economista del FMI y ex jugador profesional del Borussia Dortmund; Hesse aparece en dos documentales alemanes: Los campeones y Halbzeit (de próximo estreno)

Diminuye la dolarización en América Latina



Los latinoamericanos otorgan más valor a sus propias monedas

LOS países de América Latina se cuentan entre los más dolarizados del mundo. Si bien el uso de una moneda extranjera en lugar de la moneda local varía ampliamente dentro de la región, en la mayoría de estos países la proporción de depósitos en moneda extranjera respecto de los depósitos bancarios totales superaba el 30% al final de 2009, y a veces era mucho mayor. América Latina no es el único caso de alta dolarización: en otras economías emergentes, como los países de la ex Unión Soviética y del sudeste de Europa, la dolarización oscila entre 30% y 70%.

Pero algunos países de América Latina han logrado reducir significativamente su nivel de dolarización en los últimos 10 años, especialmente aquellos que estaban muy dolarizados en 2001. Los mejores ejemplos son Bolivia, Paraguay y Perú, donde la proporción de depósitos en moneda extranjera cayó de 93% a 53%, de 66% a 38% y de 76% a 56%, respectivamente. Aunque últimamente esta tendencia se ha desacelerado a causa de la crisis financiera mundial, estos países mantienen niveles de dolarización muy por debajo de los registrados en 2001. Este fenómeno refleja una creciente preferencia por mantener posiciones en la moneda nacional, probablemente gracias a la mejora de la confianza que se ha

¿Qué es la dolarización?

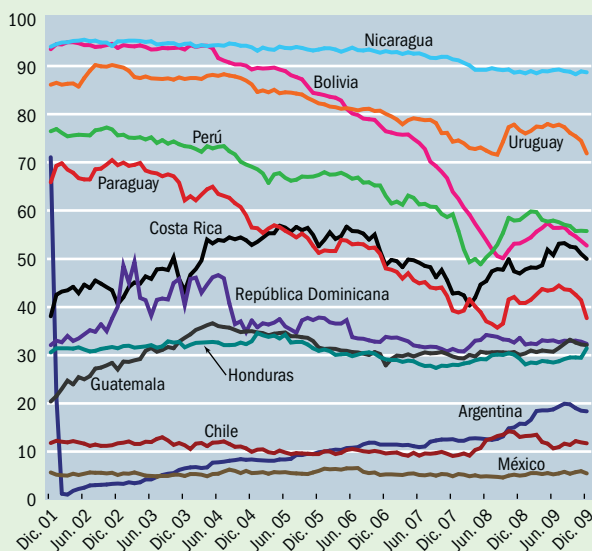
La circulación bimonetaria —o “dolarización”— se da cuando se usa una moneda extranjera, a menudo el dólar de EE.UU., como medio de pago y reserva de valor en forma paralela con la moneda nacional. Uno de los factores que inciden en el grado de dolarización de una economía es el marco jurídico del país. Algunos países, por ejemplo, no permiten a los bancos tomar depósitos en moneda extranjera, mientras que otros han adoptado, de jure o de facto, una moneda extranjera como moneda de curso legal. Otro factor es la inflación, ya que los residentes de países donde la inflación es alta y variable quizá prefieran operar en una moneda extranjera de valor más estable. El diferencial de tasas de interés entre instrumentos denominados en moneda nacional y extranjera también influye en las preferencias del público, junto con la expectativa de futuros movimientos del tipo de cambio.

logrado poniendo fin a la alta inflación y aplicando políticas económicas y financieras más sólidas.

La dolarización no ha declinado en forma constante en todos los países de América Latina. En Chile y México ya era relativamente baja al inicio de la década y se ha mantenido bastante estable. En Argentina, cayó a casi cero como resultado de la “pesificación” de los depósitos establecida al comenzar la década, pero posteriormente ha aumentado. En algunos países de América Central tendió a fluctuar más durante ese período, sin presentar una tendencia definida.

El grado de dolarización ha disminuido en América Latina en la última década

(porcentaje de depósitos en moneda extranjera respecto de los depósitos bancarios totales)



Acerca de la base de datos

Los datos provienen de los formularios estandarizados utilizados actualmente por 114 países para declarar datos monetarios al Departamento de Estadística del FMI. La presentación uniforme de esos datos, desagregados por instrumento, moneda y sector, permite realizar un análisis de alta calidad entre los países. Se puede acceder a ellos a través de *International Financial Statistics Online* en www.imfstatistics.org/imf/. Se excluye de este análisis Brasil, Colombia y Venezuela, que no permiten abrir cuentas en moneda extranjera, y Ecuador, El Salvador y Panamá, que son economías totalmente dolarizadas. Los depósitos en moneda extranjera son los existentes en el sistema bancario interno e incluyen los indexados a una moneda extranjera.

Preparado por José M. Cartas, del Departamento de Estadística del FMI.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Invitación especial

Evalúe la nueva biblioteca electrónica del FMI



www.elibrary.imf.org

Los documentos y datos electrónicos del FMI ahora están a su alcance las 24 horas del día. La biblioteca electrónica ofrece acceso individual a publicaciones y libros influyentes, documentos de trabajo, estudios, datos y herramientas estadísticas del FMI.

Aproveche esta oportunidad para poner la biblioteca electrónica del FMI al servicio de su organización.

Prueba gratuita para instituciones

Es fácil descubrir el valor y utilidad de la biblioteca electrónica del FMI, sin obligación alguna y sin costo. Si desea comprobar la profundidad y calidad de nuestra información y pedir un período de prueba gratuito, **escriba a alexa.smith@imf.org para obtener más detalles.**

IMFe-LIBRARY



Donde convergen las ideas pioneras y la información

Finanzas & Desarrollo, marzo de 2010 US\$8,00



MFISA2010001