





Sistema financiero,  
desequilibrios globales y regulación

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. José Narro Robles

*Rector*

Dr. Sergio M. Alcocer Martínez de Castro

*Secretario General*

Lic. Enrique del Val Blanco

*Secretario Administrativo*

Dra. Estela Morales Campos

*Coordinadora de Humanidades*

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dra. Verónica Villarespe Reyes

*Directora*

Mtro. Gustavo López Pardo

*Secretario Académico*

Sr. Aristeo Tovías García

*Secretario Técnico*

Sr. Roberto Guerra Milligan

*Jefe del Departamento de Ediciones*

Sistema financiero,  
desequilibrios globales  
y regulación

Alma Chapoy  
Alicia Girón



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS



Esta investigación, arbitrada por pares académicos,  
se privilegia con el aval de la institución editora.

Chapoy, Alma

Sistema financiero : desequilibrios globales y regulación / Alma Chapoy y Alicia  
Girón. – México : UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2011.

255 p. : il. ; 21 cm.

Bibliografía: p. 233-255

ISBN 978-607-02-2172-9

1. Crisis financiera mundial, 2008-2009. 2. Finanzas internacionales. 3. Ciclos económicos. 4. Política económica – Aspectos sociales. I. Universidad Nacional Autónoma de México. Instituto de Investigaciones Económicas. II. Girón, Alicia. III. t.

330.90511-scdd20

Biblioteca Nacional de México

Primera edición

31 de marzo de 2011

D. R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Ciudad Universitaria, Coyoacán,

04510, México, D.F.

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Circuito Mario de la Cueva s/n

Ciudad de la Investigación en Humanidades

04510, México, D.F.

ISBN 978-607-02-2172-9

Diseño de portada: Ma. Victoria Jiménez Sánchez.

Cuidado de la edición: Héliida De Sales Y.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio  
sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Impreso y hecho en México

## ÍNDICE

### INTRODUCCIÓN

13

#### 1. MEDIDAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS Y ESFUERZOS PARA REPARAR LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Antecedentes, 19; Medidas adoptadas por los bancos centrales después de septiembre de 2008, 31; a) *Tasas de referencia*, 29; b) *Otras medidas de los bancos centrales*, 34; Intervenciones gubernamentales, 38; a) *Estados Unidos*, 38; b) *Unión Europea*, 57; Costo de la crisis, 63; a) *Costo financiero*, 63; b) *Consecuencias sociales*, 65; Economía mundial, 76; *Sector inmobiliario de Estados Unidos*, 83; Mercados de valores y mercados de materias primas, 85; a) *Mercados de valores*, 85; b) *Mercados de materias primas*, 87.

#### 2. DESEQUILIBRIOS GLOBALES, SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y CONSECUENCIAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Antecedentes, 89; El problema de los desequilibrios globales, 94; Los acreedores de Estados Unidos, 105; Las fluctuaciones en el valor del dólar, 109; En busca de un nuevo sistema monetario internacional, 114; a) *Coordinación de la política monetaria entre los países del G-3*, 115; b) *Canasta de divisas*, 117; c) *Una nueva moneda de reserva diferente al*

[7]

dólar, 124; Indicios de avances, 130; a) *El “nuevo” papel del FMI ante la crisis*, 130; b) *El G-20 y el SMI*, 135; c) *Los DEG y el SMI*, 136; Algunas reflexiones sobre el futuro del sistema monetario internacional, 141.

### 3. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERA

Antecedentes, 143; Necesidad de nuevas reglas, 147; Riesgo sistémico, 150; a) *Los bancos centrales ante el riesgo sistémico*, 152; b) *Fuentes de riesgo sistémico*, 154; Hacia un nuevo sistema financiero internacional, 168; a) *Cumbres del G-20*, 168; b) *Basilea III*, 187; c) *La reforma financiera de Estados Unidos*, 195; d) *¿Reformar el FMI o sustituirlo?*, 204; e) *Reflexiones sobre la supuesta reforma de la arquitectura financiera global*, 209; Consideraciones finales, 216; *¿Realmente puede hablarse de recuperación?*, 218; La crisis de deudas soberanas, 224.



What caused the crisis? How long will it last? And –what should be done? First, let me give you a brief intellectual and economic history of the past 80 years because the roots of this crisis are in the realm of ideas. And the ideas of economists are notoriously particularly dangerous in this respect. At the broadest level, we could simply say that the roots of the crisis lie in the instability of capitalism itself. And then we would be done. But it's not quite adequate to leave matters there. At a second level, we might say that the roots of the crisis lie in our failure to recognize the instability of the capitalist system—not in the system itself but in our misapprehension of it. That's step forward, but it doesn't quite get you where we need to go. At the third level, the message is appropriate, particularly for an audience of risk managers, that the roots of the crisis lie in a failure to act in prudent recognition of the fact that the system might be unstable. And therefore, a failure to keep in place a system of regulation, which had its flaws to be sure, but that had been created for a reason in the cauldron of the last great crisis –the Great Depression– and the New Deal.

JAMES K. GALBRAITH, 2010



## INTRODUCCIÓN

Reconstruir los circuitos financieros y restablecer el orden en el sistema financiero internacional será una ardua tarea, dada la magnitud y profundidad del desastre. Acertadamente, el secretario general de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo se refirió a esta crisis financiera como “el mega evento” que puso fin a una era, en virtud de lo cual exhortó a realizar cambios radicales en las políticas gubernamentales y en la gobernanza económica internacional, con el fin de asegurar una estabilidad y una prosperidad duraderas. Advirtió de los peligros de seguir con la misma forma de hacer negocios, ignorando las lecciones que ha dejado la crisis [Panitchpakdi, 2010].

Al parecer, el deterioro de las variables económicas no terminará en la primera década del siglo XXI sino que se verá acentuado por la actitud de los intermediarios financieros, siempre en pos de mayores tasas de rendimiento. La crisis de deudas soberanas en Europa se suma al efecto que tuvo la crisis financiera en los países de Europa central y oriental [Åslund, 2010]. El endeudamiento público es grave en Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, pero también en Turquía e incluso en el Reino Unido [Guillén, 2010]. Una serie de colapsos financieros se avizoran a pesar de la anunciada recuperación, pues los rescates financieros salvaron a los bancos, pero ¿quién rescatará a los países sumamente endeudados?

Para la prosperidad de la economía mundial y para los conglomerados financieros es necesario reestructurar el sistema financiero internacional. En los últimos 40 años, la disputa por la rentabilidad ha definido las grandes transformaciones en el sis-

tema financiero internacional. El Dow Jones Industrial, después de sobrepasar los 15 000 puntos y alcanzar su cima en octubre de 2007, cayó casi 54% en marzo de 2009; pero a principios de 2010 estaba 59.3% por encima de ese último nivel, el alza más rápida desde 1933. A fines de 2009, también el Nasdaq estaba casi 79% más arriba de su nivel de marzo y en el año registró un alza de 44%. Esas cifras hicieron que algunos consideraran que las medidas aplicadas por los bancos centrales y los paquetes de estímulo gubernamentales habían restablecido los circuitos financieros. Sin embargo, las alzas en los mercados de valores por sí solas no son signo de recuperación. Al iniciarse 2010, nuevamente hubo volatilidad en los mercados de valores mundiales, en especial en los europeos. La crisis sigue su curso con rostros particulares conforme se va profundizando.

El funcionamiento de la economía global requiere del flujo constante de recursos financieros. Con el desplome del sistema financiero internacional en el periodo que siguió a la caída de Lehman Brothers (septiembre de 2008) y al cierre de la banca de inversión, se supondría concluida la etapa de desregulación y liberalización de los sistemas financieros, que se prolongó por casi cuatro décadas. Lo mejor hubiera sido que la aplicación de medidas para la reconstrucción de dicho sistema estuviera precedida de nuevas medidas para su regulación y supervisión; empero aquéllas todavía están en discusión.

Las intervenciones de los bancos centrales (BC) para reparar los circuitos financieros dañados y las instituciones bancarias en quiebra, permitieron reestructurar los flujos de capital en el ámbito mundial. Aunque a raíz de la crisis han disminuido los desequilibrios globales, persisten los problemas en el sistema monetario internacional por las fluctuaciones del dólar, equivalente general internacional, en el cual están buena parte de las reservas internacionales de varios países emergentes.

A pesar de la recuperación de algunos mercados, el desempleo aumenta y el crédito a las familias no sobrepasa los niveles anteriores a la caída de Lehman Brothers. Las empresas siguen teniendo problemas en sus balances financieros y ya se han mencionado los serios problemas de endeudamiento en varios países de la Unión

Europea, que han recibido notas bajas de las agencias calificadoras internacionales, lo que agudiza la inestabilidad en ellos y pone en peligro al euro.

Este libro constituye la continuación de nuestro trabajo anterior *El derrumbe del sistema financiero internacional*, en el cual se explican, entre otras cosas, las causas de esta crisis y la actuación de los BC como “prestamistas de última instancia”. Indudablemente, la crisis financiera no ha tocado fondo, pese a algunos indicios de recuperación, como la ya mencionada alza en los indicadores de las bolsas de valores a partir de marzo de 2009. Las proyecciones de las instituciones financieras internacionales sobre el crecimiento de la economía mundial empezaron a mejorar en el segundo semestre de 2009.

La recuperación de los mercados de valores podría hacer pensar que ha quedado atrás el fantasma de la recesión y depresión de los años treinta, a pesar de que no ha cesado la deflación de activos. Aunque en esta crisis no ha habido episodios tan graves como los de la crisis de 1929, es imposible no recordar los años que siguieron a ella, así como los de la posguerra, cuando se instauró un nuevo orden económico internacional y se crearon las instituciones financieras que rigieron los circuitos financieros en el ámbito internacional de 1944 a 1971.

Puede decirse que las causas de esta crisis se remontan a los años que precedieron a la caída del sistema de Bretton Woods (1971-1973). La suspensión de la convertibilidad del dólar en oro,<sup>1</sup> la flotación cambiaria y la desregulación y liberalización financieras, pusieron fin a un sistema que se planteaba como obje-

<sup>1</sup> Con esto, el gobierno de Estados Unidos acabó con el sistema monetario internacional surgido en Bretton Woods (1945) basado en paridades fijas acordadas con el FMI y en la convertibilidad en oro de las tenencias oficiales de dólares; así, el mundo quedó inundado de dólares sin respaldo en oro. La balanza comercial de Estados Unidos no respondió como se esperaba a la devaluación que sufrió el dólar entre el 15 de agosto y el 18 de diciembre de 1971, y de nuevo se desató la especulación contra el dólar, que culminó con otra devaluación de esa divisa (febrero de 1973), y con la flotación de las divisas de las principales naciones capitalistas. Desde que se instauraron los tipos de cambio flotantes no existe un sistema monetario definido y claro que rija en el ámbito mundial.

tivos el desarrollo económico y la estabilidad financiera. Desde que se puso fin a dicho sistema se han sucedido las crisis cambiarias, de deuda externa, bancarias, de balanza de pagos, etc., que condujeron a grandes devaluaciones y a otros problemas. En otras palabras, la inestabilidad financiera internacional es resultado de haber pasado del viejo sistema financiero internacional regulado a uno desregulado y liberalizado, liderado por los gobiernos de los países industrializados, e impuesto por los organismos internacionales multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). Wolf [2008] detalla el costo que han tenido las crisis para los contribuyentes y los millones de inocentes que han cargado con el peso de ellas, tanto en los países subdesarrollados como en los desarrollados.

Esas crisis fueron la manifestación de la lucha de los actores económicos y financieros por aumentar sus ganancias; siempre en pos de mayores rendimientos, las actividades de inversionistas institucionales bancarios y no bancarios fueron diluyendo la normatividad financiera. Las finanzas estructuradas fueron resultado de casi cuatro décadas durante las cuales surgieron nuevos agentes financieros, al amparo de una teoría económica que predominó en las instituciones financieras, y que éstas impusieron en prácticamente todos los países obligándolos a realizar reformas económicas y financieras en favor del mercado. La quiebra de Lehman Brothers y el fin de la banca de inversión en Estados Unidos demuestran el fracaso del sistema financiero paralelo, basado en las finanzas estructuradas. Greenspan [2008] afirmó que:

[...] Esta crisis [...] ha resultado ser mucho más amplia que cualquier acontecimiento que yo hubiese podido imaginar [...] por un lado, la enorme liquidez y el miedo a la insolvencia [...] basados [...] en modelos matemáticos y expertos financieros cuya base fue y ha sido el avance de la computación y la tecnología en las comunicaciones [...] a cuyos creadores se les otorgó el Premio Nobel en Economía. Hoy, el soporte de dicho edificio intelectual, se ha colapsado.

Las operaciones financieras no registradas en los balances contables de las empresas, sean activos o pasivos, acompañadas de un

crecimiento exponencial de los instrumentos derivados y del desarrollo de las finanzas estructuradas, llevó a la quiebra de grandes bancos que fueron rescatados por sus bancos centrales. Ejemplo de ello fue el cuantioso rescate de Citigroup y de algunas empresas no financieras, como General Motors.

Las fuertes inyecciones de dinero empleadas en los rescates bancarios y en los paquetes de estímulo gubernamentales, modificaron el panorama económico que parecía augurar el derrumbe del sistema financiero a finales de 2008. Al iniciarse 2010, la recuperación parecía estar a la vista, gracias, entre otras cosas, a los encuentros semestrales del G-20 y el consecuente fortalecimiento del FMI, mediante el otorgamiento de préstamos flexibles y de otras modalidades, y por el reconocimiento, ¡al fin!, del largamente esperado y prometido mayor poder de voto a los países emergentes y subdesarrollados.

Muchos factores incidieron en la actual crisis, que tuvo su máxima expresión en la quiebra de Lehman Brothers y la consiguiente puesta en marcha de mecanismos de los BC para salvar a las instituciones financieras. Ante el cúmulo de pérdidas y la falta de liquidez para afrontar las necesidades de crédito, saltaron de nuevo a las mesas de discusión temas como el papel del dólar a nivel internacional y los déficit públicos de varios países.

Un hecho notable que hace a esta crisis más compleja y sobre todo diferente a la de 1929 y a la que puso fin a los acuerdos de Bretton Woods, es el desequilibrio comercial y financiero entre Estados Unidos y China. Esto convierte a China en un participante digno de tomarse en cuenta en el proceso para salir de la crisis e iniciar la recuperación internacional.

A principios de 2010 se mantenían las tasas de interés artificialmente bajas con el fin de reactivar la economía, pero el desempleo seguía en aumento; además, amenazaba la estanflación, esto es estancamiento o muy bajo crecimiento, con inflación y alto desempleo. Todo indica que en breve los bancos centrales retomarán su papel de controlar la inflación, lo que implicará elevar las tasas de interés. El precio de las materias primas de nuevo al alza, después de la caída drástica que tanto afectó a los países exportadores; des-

taca el alto precio registrado por el oro: 1 226.10 dólares por onza a principios de diciembre de 2009.

Aunque las medidas anticíclicas lograron cierta reactivación económica, la magnitud de los paquetes de estímulo ha dado lugar a descomunales aumentos de la deuda pública y los déficit fiscales. Y lo que es peor, la tasa de desempleo se mantiene muy alta, pues la recuperación económica es débil e incierta. Lo que procede es aplicar políticas de corte keynesiano que aumenten la demanda agregada, pero que modifiquen el paradigma en que se ha basado la producción y circulación de las mercancías.

Para retornar a la senda del crecimiento los responsables de adoptar las decisiones de política económica deben retomar las ideas de Keynes. En el libro *The Keynes Solution: The Path to Global Economic Prosperity*, Davidson [2009] destaca las imperfecciones del sistema capitalista y señala que las medidas aplicadas atendiendo a las ideas de Milton Friedman y de Alan Greenspan hundieron al sistema monetario. Ya se vio que Greenspan aceptó que el mercado financiero de derivados y sus ideólogos determinaron el derrumbe del sistema monetario internacional y no hubo teoría económica que evitara su colapso.

Algo muy importante que debe ser rescatado de Keynes es lo referente a una necesaria y estrecha relación entre ética y economía. Keynes consideraba a la economía una ciencia moral, que debería enseñar cómo llevar una “vida buena”, entendida como una que hiciera buenos a los seres humanos [Skidelsky, 2009]. Por su parte, Chandavarkar [2009] nos recuerda que Keynes buscaba soluciones de política que combinaran la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual. ¡Qué distinto sería todo si se hubieran aplicado tales principios!

A partir de 2010 los objetivos a alcanzar a escala mundial son: aplicar una efectiva supervisión y regulación de los circuitos financieros, establecer un sistema monetario internacional con más participantes y consolidar la recuperación económica; pero lo más importante es evitar que en los años por venir se repita lo ocurrido tras la crisis de 1929: una guerra mundial.

Este trabajo es parte de la discusión interna que se lleva a cabo tanto en el Seminario de Economía Fiscal y Financiera de



la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC) coordinado por la maestra Patricia Rodríguez, como en el campo del conocimiento de Economía Financiera del Posgrado de Economía encabezado por la doctora Eugenia Correa. Forma parte del proyecto PAPIIT “Incertidumbre Financiera y Cambio Institucional: Desafíos y Acuerdos” financiado por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA) y es parte del programa de trabajo aprobado por el Consejo Interno de nuestro Instituto y la Coordinación de Humanidades de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Nuestro agradecimiento a Francisco González Munive, becario del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (Conacyt), y al licenciado Víctor Medina, que contribuyó en gran medida al acopio de material.



# 1. MEDIDAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS Y ESFUERZOS PARA REPARAR LOS SISTEMAS FINANCIEROS

By the 1970s, the perverted version of Keynes's argument was beginning to lose its luster. His decline created a vacuum in public discussions of economics. Economist Milton Friedman quickly moved in, actively promoting the classical economic philosophy in the public forum. Friedman argued that if we reduced the size of big government and removed the rules and regulations instituted during the Roosevelt administration that limited the play of free markets, the economy would prosper in ways that it could not with big government interference.

PAUL DAVIDSON, *The Keynes Solution:  
The Path to Global Economic Prosperity*

## ANTECEDENTES

La economía mundial atraviesa un periodo de inestabilidad financiera de excepcional intensidad y de alcance internacional, que como se sabe tuvo como epicentro el colosal mercado hipotecario estadounidense. La crisis se debió en buena medida a una laxa y fragmentada regulación financiera (nacional e internacional), basada a su vez en dos supuestos falsos: que la disciplina del

[19]

mercado impedía una conducta irresponsable y que la innovación financiera esparcía el riesgo.<sup>2</sup> Esas creencias facilitaron la acumulación de desequilibrios externos, grandes burbujas en el precio de los activos (sobre todo de la vivienda), una escalada en el precio de las materias primas y una acumulación de deudas y riesgos en los principales sistemas financieros, dentro y fuera del sistema bancario formal. El apalancamiento y la toma de riesgos excesivos fueron posibles también por el largo periodo de tasas de interés bajas y crecimiento económico elevado; además, hubo insuficiente información sobre los riesgos.

Reinhart y Rogoff [2009: xxix] califican a esta crisis como la segunda gran contracción. Durante años se pensó que todo iba bien gracias a la globalización, al auge tecnológico, al muy superior sistema financiero estadounidense, a la mejor comprensión de la política monetaria y al fenómeno de la deuda titulizada.<sup>3</sup> Los precios de las casas se duplicaron y los de las acciones también fueron al alza; todo, atizado por un desmesurado endeudamiento. Casi todos pensaban que Estados Unidos nunca podría tener una crisis financiera semejante a las de los países emergentes; sin embargo, sobrevino la crisis más severa desde la Gran Depresión y la única desde la segunda guerra mundial, cuyo alcance ha sido global. Desde luego Estados Unidos ha tenido crisis muy serias, recuérdese la que determinó el fin de la convertibilidad del dólar en oro, pero ninguna de ellas se aproximó en magnitud a la iniciada en el año 2007.

Tras años de acumular niveles récord de deuda, las instituciones financieras y los particulares iniciaron un proceso de desendeuda-

<sup>2</sup> Las rápidas recuperaciones de la crisis financiera asiática y de la crisis de liquidez global en 1998 crearon la falsa idea de que los mercados se corrigen a sí mismos [Soros, 2009c]. Se olvidó así el papel histórico que ha desempeñado la intervención gubernamental en la recuperación y en la estabilidad. La actual crisis hizo evidente que no se entendió cómo funcionan los mercados. La creencia de que éstos son eficientes y se corrigen rápidamente por sí mismos, hizo que las autoridades nacionales y las instituciones internacionales adoptaran medidas para desregular los mercados financieros.

<sup>3</sup> Mediante la “titulización”, valores en poder de instituciones de crédito, sociedades financieras, compañías de seguros o sociedades comerciales se negocian en mercados secundarios, sin prestar atención al tipo de deudores.

miento en gran escala que condujo a ventas de pánico de activos, impulsadas por las reducciones en el valor de los mismos a medida que se deterioraba la calidad del crédito. Al declinar los precios de los activos muchos inversionistas tradicionales salieron del mercado, lo que contrajo la liquidez. El riesgo de que se multiplicaran los incumplimientos de pagos de empresas y particulares, aumentó los diferenciales (*spreads*) de crédito y las pérdidas bancarias vinculadas al crédito.

Debido a lo anterior se desarrolló un círculo vicioso en el cual los precios a la baja de los activos condujeron a un desapalancamiento aun mayor, que a su vez causó ulteriores bajas de precios; esto provocó tensiones en el capital de las instituciones financieras de Estados Unidos, limitando su capacidad de prestar e incrementando el costo del crédito en todo el sistema financiero. La falta de claridad sobre el valor de los activos también dificultaba a las instituciones financieras obtener por sí mismas nuevo capital privado. Esto dio paso a una situación en la que los acreedores ya no querían prestar y los deudores ya no querían pedir prestado.

En el origen de esta crisis subyace también la flotación cambiaria impuesta unilateralmente por Estados Unidos (1971), a la que se sumó años más tarde la globalización financiera, basada en la liberalización y desregulación de los movimientos de capital.

Soros [2010: 5] explica así el origen de la crisis:

[...] fue resultado de una “súper burbuja” que empezó a formarse en 1980 cuando Ronald Reagan llegó a la presidencia de EUA y Margaret Thatcher se convirtió en primera ministra de Reino Unido. [Prevalecía entonces] la tendencia al uso siempre creciente del crédito y del apalancamiento, así como la creencia de que los mercados corregían sus propios excesos. Reagan llamó a esto “la magia del mercado”; yo, fundamentalismo de mercado. Como [esa creencia] era errónea, dio lugar a burbujas. Así, la súper burbuja se compuso de varias burbujas más pequeñas y de una serie de crisis financieras. Cada vez las autoridades intervenían y salvaban el sistema haciéndose cargo de las instituciones en quiebra e inyectando más crédito cuando era necesario. De esta manera, las burbujas más pequeñas sirvieron

como pruebas exitosas de una creencia falsa, ayudando a que la súper burbuja se hiciera más grande, al reforzar la creación de crédito y el fundamentalismo de mercado.<sup>4</sup>

¿Cómo se llegó a niveles tan altos de apalancamiento<sup>5</sup> y de riesgo en un sector financiero supuestamente bien regulado? ¿Por qué los requisitos de adecuación del capital no limitaron el endeudamiento y el riesgo?

La titulización<sup>6</sup> creció sobre todo en los préstamos *subprime* y éstos crearon una ola de refinanciamientos, incumplimientos de pagos y embargos. Pero las dimensiones sistémicas de la crisis surgieron de la concentración apalancada de riesgosos valores respaldados con hipotecas en un pequeño número de instituciones financieras clave. Según Jaffee *et al.* [2008a], la principal razón de la crisis fue que las instituciones financieras no siguieron el modelo de la titulización, es decir transferir el riesgo crediticio de sus balances contables a los inversionistas del mercado de capital, sino que conservaron grandes cantidades de valores respaldados con hipotecas (*mortgage-backed securities*, MBS) vinculados con hipotecas *subprime*; siendo así, al presentarse la suspensión de pagos y derrumbarse el valor de esos títulos, instituciones como Citigroup, UBS y Merrill Lynch sufrieron enormes pérdidas.

<sup>4</sup> Wolf [2010] complementa y refuerza esta idea al afirmar: “En las últimas tres décadas, una serie de burbujas ayudó a que la economía mundial funcionara; sin embargo, detrás de ellas se encontraba la súper burbuja crediticia que estalló en 2008. Es por esto que el gasto privado hizo implosión y los déficit fiscales explotaron.”

<sup>5</sup> Apalancamiento financiero (*financial leverage*) es la utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. Se puede definir también como el aumento de la tasa de rendimiento sobre una posición o inversión, más allá de la tasa obtenida por invertir los fondos propios en el mercado de efectivo. Por lo general se mide como la relación entre las exposiciones dentro y fuera de las hojas de balance. El apalancamiento puede basarse en pedir préstamos (apalancamiento en las hojas de balance, comúnmente medido por la relación deuda/capital), o en transacciones fuera de las hojas de balance.

<sup>6</sup> Con frecuencia también se le llama titularización. Aquí se ha preferido usar titulización, que es como aparece en los trabajos traducidos al español del FMI y del BPI; además, la expresión se refiere a títulos (de crédito) y no a titulares.

Clementi *et al.* [2008] aseguran que las empresas respaldadas por el gobierno (*government sponsored enterprises*, GSE), los bancos y los *broker/dealers* conservaron 48% de 1.65 billones de dólares de obligaciones de deuda con colateral (*collateralised debt obligation*, CDO) calificadas triple A de hipotecas *subprime*. Los sistemas de manejo de riesgo de las empresas trataron las CDO triple A como si casi no tuvieran riesgo, y las registraron como beneficio instantáneo (que tenía un diferencial de alrededor del doble que otros valores calificados AAA). Esa calificación implica un riesgo muy bajo, pero las calificaciones no fueron las adecuadas.

De acuerdo con datos de Acharya y Schnabl [2008], cerca de 30% de todos los valores respaldados con activos (*asset backed securities*, ABS) permanecieron en el sistema bancario, y si se incluyen los *conduits*, el papel comercial respaldado con activos (*asset backed commercial paper*, ABCP) y los vehículos de inversión estructurada (*structured investment vehicle*, SIV), el porcentaje sube a 50 por ciento.

Los bancos aumentaron su apalancamiento y exposición al riesgo precisamente por aprovecharse ellos mismos de la titulización. Al hacerlo se expusieron a que una conmoción de alcance mundial barriera su base de capital, tal como ocurrió, con una oleada de falta de pago de hipotecas *subprime* a partir de 2006, seguida del colapso en los precios de la vivienda [Acharya y Schnabl, 2008].

Las autoridades nada hicieron para disminuir los crecientes desequilibrios macroeconómicos que contribuyeron a la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y en los mercados de vivienda. Los bancos centrales (BC) se concentraron en la inflación, descuidando los riesgos vinculados a la carestía de los activos y al creciente apalancamiento. Los supervisores financieros, si acaso, se fijaron en el sector bancario formal, descuidando al sistema financiero paralelo o “sombra”. Tobias y Hyun Song [2009] definen dicho sistema como el que se desarrolla con base en la titulización de los activos y de la integración de las actividades bancarias en el desenvolvimiento de los mercados de capital.

A partir del proceso de desregulación y liberalización financiera en los años ochenta, la tendencia a la financiarización<sup>7</sup> y titulización, si bien se dio más en Estados Unidos, también envolvió a los sistemas bancarios y a los mercados de capital de todos los países. No hay que olvidar que la globalización financiera se dio a partir de un sistema financiero cuya base se encuentra en el mercado y en los circuitos financieros. En el momento en que los circuitos financieros dejan de ser nacionales y se convierten en internacionales, todas las operaciones de los inversionistas institucionales bancarios y no bancarios toman forma en la innovación financiera, mediante instrumentos financieros de reciente creación. Con la titulización se origina una enorme liquidez y al mismo tiempo se distribuye el riesgo.

Por todo lo anterior, la crisis se propagó con inusitada rapidez, precipitando una caída de la economía real (producción, comercio y empleo); tras la profunda crisis financiera que estalló en 2007 en los países avanzados, en 2008-2009 la economía mundial se hundió en la peor recesión desde la segunda guerra mundial (véase el cuadro 1).

El producto interno bruto (PIB) mundial retrocedió más de 6% (anualizado) en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009. Los países europeos emergentes y la Comunidad de Estados Independientes (CEI), muy necesitados de entradas de capital para apoyar su crecimiento, se vieron muy afectados por la contracción crediticia. Los países que dependen de la exportación de manufacturas (este de Asia, Japón, Alemania, Brasil), sufrieron por la

<sup>7</sup> El proceso de financiarización consiste en la compra y venta de activos o títulos financieros que puede darse en forma ordenada en el mercado de capitales. Es el proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, mediante la innovación financiera, sobrepasa a los organismos creados en Bretton Woods (1944). Los mercados financieros se impusieron sobre los organismos financieros internacionales, y adquirió prioridad el financiamiento mediante la titulización por medio de los fondos mutuales, los fondos de inversión libre (*hedge funds*), los fondos de pensiones, los aseguradores y otros inversionistas no institucionales que se convirtieron en los actores del financiamiento mundial [Girón y Chapoy, 2009b].



CUADRO 1. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR REGIONES Y PAÍSES  
(VARIACIÓN ANUAL)

<i>Periodo</i>	<i>Mundial</i>	<i>Unión Europea</i>	<i>América Latina</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Japón</i>
2000	4.83	3.97	4.01	4.14	2.86
2001	2.28	2.07	0.35	1.08	0.18
2002	2.89	1.40	-0.42	1.81	0.26
2003	3.61	1.55	2.15	2.49	1.41
2004	4.92	2.69	6.09	3.57	2.74
2005	4.48	2.16	4.97	3.05	1.93
2006	5.08	3.43	5.81	2.67	2.04
2007	5.18	3.09	5.81	2.14	2.36
2008	3.02	0.95	4.18	0.44	-1.19
2009	-0.60	-4.08	-1.81	-2.44	-5.20

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Comisión Económica para América Latina y el Caribe, consultadas en abril de 2010.  
Elaboración propia.

menor demanda mundial; África, América Latina y Medio Oriente, por el colapso en los precios de las materias primas, la baja demanda de sus exportaciones y la disminución de las remesas y las entradas de capital del exterior.

El índice de precios de las materias primas elaborado por el FMI bajó casi 55% en el segundo semestre de 2008, al enfriarse la economía mundial y bajar la demanda de esos productos. La creciente atonía económica bajó la inflación; sin embargo, en algunos países emergentes la depreciación del tipo de cambio frenó en parte la reducción de la inflación.

Los BC inyectaron liquidez a sus respectivos sistemas bancarios, eliminaron activos tóxicos de sus balances y aplicaron políticas monetarias de apoyo. Por su parte, los gobiernos recapitalizaron los bancos; todo ello, al tratar de reactivar los mercados de crédito

y la economía mundial. Al agravarse la situación, aplicaron estímulos fiscales<sup>8</sup> (2009-2010) para aumentar la demanda.

En el ámbito mundial, se amplió el financiamiento internacional oficial, aunque no en medida suficiente, en especial para aliviar las presiones sobre los países emergentes y los de bajo ingreso. En abril de 2009, el G-20 acordó triplicar la capacidad de préstamos del FMI a 750 miles de millones de dólares (mmd), duplicar los recursos concesionarios a los países de bajo ingreso e incrementar en 250 mmd la liquidez mundial mediante una emisión general de Derechos Especiales de Giro (DEG).

Como ya se indicó, la escalada de precios de los alimentos y de los combustibles en 2008 afectó a los países de ingresos bajo y mediano, por lo cual el FMI [2009e] amplió el financiamiento mediante el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza y facilitó el acceso al Servicio para conmovaciones exógenas. El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó el uso de 65.8 miles de millones (mm) de DEG a 15 países al amparo de servicios tradicionales de crédito no concesionario y de la nueva línea de crédito flexible (LCF). Al 30 de abril de 2009, los servicios mencionados beneficiaban a 28 países miembros por un total de 1.8 mm DEG, frente a 25 países y 1.1 mm DEG en abril de 2008.

La LCF lanzada en abril por el FMI, está destinada a países con políticas y variables económicas fundamentales sólidas; al amparo de la LCF, y con carácter precautorio, se aprobaron acuerdos con México (31.5 mm DEG), Colombia (7 mm DEG) y Polonia (13.7 mm DEG). Además, la institución flexibilizó los acuerdos de derecho de giro (*stand-by*) y los servicios de crédito concesionario tradicionales, y simplificó la estructura de costos y vencimientos de los préstamos.

Pero estas medidas fueron insuficientes y tardías. El FMI, ya en plena crisis, señaló que para evitar futuras crisis era necesario mejorar la regulación, la supervisión, los mecanismos de financiamiento y la cooperación internacional. Todo esto forma parte de su mandato de contribuir a mantener la estabilidad financiera; el

<sup>8</sup> Durante las desaceleraciones económicas lo que procede es aplicar una política fiscal anticíclica, algo que la condicionalidad del FMI impidió hacer durante años a los países emergentes y subdesarrollados en recesión.

FMI no sólo fue omiso en su cumplimiento sino que fomentó medidas que contribuyeron a la crisis. Los mecanismos de financiamiento del organismo empiezan a adaptarse a las circunstancias de los países, pero falta aun mucho por hacer al respecto.

En octubre de 2008, el Directorio Ejecutivo dio a conocer la primera “Declaración de prioridades de la supervisión” en la historia del FMI, la cual contiene cuatro prioridades económicas: evaluación de riesgos, vinculaciones macrofinancieras, perspectiva multilateral y evaluaciones de la estabilidad externa y de los tipos de cambio. La institución estrechó la colaboración con el Consejo de Estabilidad Financiera en cuanto a la prueba de alerta anticipada; sin embargo, como lo señalan Ghosh, Ostry y Tamirisa [2009: 36], la alerta anticipada no debe enfocarse tanto en presagiar la próxima crisis sino en “...aislar los factores críticos de vulnerabilidad subyacente”; pero reconocen que la principal dificultad es persuadir a las autoridades de que adopten las medidas adecuadas. El FMI también creó un grupo institucional encargado de promover una visión concertada y mundial de las necesidades de datos económicos y financieros [FMI, 2009b].

En pos de una recuperación económica duradera se buscó restablecer la salud del sector financiero: 1) asegurando que las instituciones financieras tuvieran acceso a la liquidez; 2) identificando y manejando los activos problemáticos; 3) recapitalizando las instituciones débiles pero viables y facilitando el proceso de quiebra de las no viables, aunque en ocasiones fue difícil distinguir entre unas y otras. Faltaba reconocer de manera creíble las pérdidas sobre activos. Para que estas medidas fueran realmente efectivas tendrían que haber sido integrales y coordinadas en el ámbito mundial.

Casi todos los países implementaron programas de recuperación diseñados en el ámbito nacional, sin coordinación entre países, incluso en la eurozona. Como los países estaban en diferentes fases del ciclo económico, y diferentes países tienen distintos estabilizadores y desestabilizadores, fue difícil coordinar la política macroeconómica. Las naciones subdesarrolladas tienen una gran dependencia externa, una mayor vulnerabilidad a los ciclos externos y una capacidad mucho menor de aplicar políticas anticíclicas.

Las medidas adoptadas a duras penas lograron mitigar la re-  
troalimentación entre las deterioradas condiciones financieras y  
la débil actividad económica. Se requerían medidas financieras  
y macroeconómicas contundentes para restablecer un crecimien-  
to sostenido. El valor de los activos siguió cayendo en 2009, tanto  
en los países avanzados como en los emergentes, disminuyendo la  
riqueza de los particulares, y por ende, la demanda de los consu-  
midores; por su parte, las empresas posponían gastos y reducían la  
demanda de bienes de capital, y con ello la producción y el comer-  
cio [FMI, 2009g]. Al empeorar la situación económica, disminuyó  
el valor de los activos de las instituciones financieras. Siendo así,  
los balances disminuyeron por ventas de activos y retiro de crédi-  
tos vencidos, lo que acentuó la presión a la baja en el precio de los  
activos y redujo la disponibilidad de crédito. Para que la economía  
se recuperara, era necesario restaurar la confianza y reactivar el  
funcionamiento del sector financiero. Hacer que el desendeuda-  
miento fuera menos desordenado exigía acciones más contundentes  
de quienes deciden la política económica y de los participantes  
en el mercado [FMI, 2009h].

Las reducidas ganancias de los bancos, o incluso pérdidas, pre-  
sionaban a la baja los precios de las acciones bancarias, y los am-  
plios diferenciales de los *credit default swaps* (CDS) <sup>9</sup> elevaban aun  
más los riesgos sistémicos [FMI, 2009i].

Los fondos de pensiones también fueron muy golpeados. El des-  
empleo tendrá un efecto adverso sobre el bienestar social en el  
corto y mediano plazos, pero podría ser de largo plazo por la inte-  
rrupción en las cotizaciones a los sistemas de pensiones.

En la primera mitad de 2009, los fondos de pensiones en la  
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos  
(OCDE) habían recuperado más de 1.5 billones de dólares de los 5.4  
billones a valor de mercado que perdieron en 2008 (27.8 billones

<sup>9</sup> Un CDS es un contrato crediticio de derivados entre dos contrapartes. El comprador hace pagos periódicos al vendedor y a cambio recibe un pago si un instrumento financiero subyacente cae en incumplimiento. En otras palabras, los CDS transfieren, con intereses y elevadas comisiones, el riesgo vinculado con la posesión de obligaciones; los CDS eran instrumentos de cobertura de riesgo, pero pasaron a ser instrumentos de colocación especulativa.

de dólares en diciembre de 2007, 22.4 billones un año después). En 2008, los fondos de pensiones experimentaron en promedio un rendimiento negativo de 21.4% en términos nominales (24.1% en términos reales). El 30 de junio de 2009, los activos de los fondos de pensiones en los países de la OCDE de los cuales se dispone de información, eran 14% más bajos que en diciembre de 2007. La recuperación en los fondos de pensiones continuó en el tercer trimestre, pero pasará tiempo antes de que se compensen totalmente las pérdidas de 2008. Los países cuyos fondos de pensiones tuvieron un mejor desempeño fueron Noruega y Turquía, con rendimientos nominales por encima de 10%; en Estados Unidos los rendimientos fueron de 4% y en Australia, de 1%. Los fondos de reserva de las pensiones públicas (Public Pension Reserve Funds) incluso siguieron creciendo: a fines de 2008 sus activos ascendían a 4.3 billones de dólares (4.1 billones un año antes) [OCDE, 2009a].

#### MEDIDAS ADOPTADAS POR LOS BANCOS CENTRALES DESPUÉS DE SEPTIEMBRE DE 2008

##### *a) Tasas de referencia*

Para enfrentar la recesión económica y el riesgo de deflación, los BC mantuvieron bajas sus tasas objetivo o de referencia. A mediados de 2009, esas tasas permanecían cercanas a cero en los principales países avanzados. Como esa sustancial relajación de la política monetaria tuvo una efectividad limitada, pues las bajas tasas de interés por sí solas no generan crecimiento económico, los BC usaron sus hojas de balance para relajar aún más las condiciones monetarias, en vista de que los mercados crediticios permanecían congelados.

El Banco de Japón bajó su tasa de 0.5 a 0.1%. En diciembre de 2008 el Banco Nacional de Suecia redujo 175 puntos básicos su tasa de interés, dejándola en 2%, la mayor reducción desde 1994.

El 4 de diciembre de 2008, el Banco Central Europeo (BCE) bajó su tasa de referencia, esto es la aplicable a las operaciones principales de financiamiento del eurosistema, en 75 puntos básicos, dejándola en 2.50%. Fue la primera vez desde la introducción

del euro (1999) que el BCE recortó tanto su tasa, pues la reducción máxima había sido de medio punto porcentual. La institución bajó a 3% el servicio marginal de crédito, por el que presta dinero a las entidades, y a 2% el servicio de depósito, por el que remunera el dinero.

El 15 de enero de 2009, bajó a 2%. El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, dijo que había margen para seguir bajando la tasa dada la persistente debilidad de la actividad económica, reflejada en cifras muy negativas en el cuarto trimestre de 2008. Pero no fue sino en la primera semana de marzo que la tasa de referencia bajó a 1.50%, y en abril, a 1%, su nivel histórico más bajo, habiéndola recortado en 325 puntos base desde principios de octubre de 2008 [Banco Central Europeo, 2009]. En abril de 2010, la tasa de referencia seguía en 1% (las otras tasas estaban en 0.25% y 1.75%), pues el desempleo no cedía.

En diciembre de 2008, el Banco de Inglaterra (BI) colocó en 2% su tasa de interés, en enero de 2009 en 1.5% y en mayo, en 0.50%. En abril de 2010 seguía en ese nivel.

En enero de 2009 el Banco de Canadá redujo en 50 puntos base su tasa de interés, ubicándola en 1%; en febrero, en 0.50, mínimo histórico. La institución aclaró que si las condiciones inflacionarias lo permitían mantendría su tasa en dicho nivel hasta el segundo semestre de 2010.

Así pues, la crisis obligó a los BC de todo el orbe a reducir sus tasas de interés (véase el cuadro 2). Por ello, el incremento de las mismas puede considerarse un signo de recuperación. Australia fue el primer país del G-20 en aumentarlas (de 3 a 3.25% en septiembre de 2009). Ese país fue el único del mundo desarrollado que creció en el primer semestre de 2009; de hecho no cayó en recesión, pues su economía sólo se contrajo (-0.5%) en el cuarto trimestre de 2008.<sup>10</sup> Entre otras cosas, el gobierno australiano gastó 35 mmd en programas de ayuda para pensionados y proyectos

<sup>10</sup> Una explicación del mejor desempeño de la economía australiana se encuentra en *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies* [OCDE, 2009b], pero ante todo aplicó grandes planes de estímulo basados en políticas keynesianas.

de vivienda para familias de ingresos bajos y medianos, lo que impulsó su economía. Su fuerte sector minero ayudó también a que no hubiera recesión, gracias a la demanda china de hierro y otras materias primas.

CUADRO 2. CAMBIOS EN LA TASA DE INTERÉS REFERENCIAL DE PAÍSES SELECCIONADOS A PARTIR DE MOVIMIENTOS EN LA TASA DE INTERÉS DE ESTADOS UNIDOS

<i>Año</i>	<i>Mes</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Banco Central Europeo</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Japón</i>
2005	Enero	2.25	2.00	4.75	0.10
	Febrero	2.50	2.00	4.75	0.10
	Marzo	2.75	2.00	4.75	0.10
	Mayo	3.00	2.00	4.75	0.10
	Agosto	3.50	2.00	4.53	0.10
	Septiembre	3.75	2.00	4.50	0.10
	Noviembre	4.00	2.00	4.50	0.10
	Diciembre	4.25	2.25	4.50	0.10
2006	Marzo	4.75	2.50	4.50	0.10
	Mayo	5.00	2.50	4.50	0.10
	Junio	5.25	2.75	4.50	0.10
	Septiembre	4.75	4.00	5.75	0.75
2007	Octubre	4.50	4.00	5.75	0.75
	Noviembre	4.50	4.00	5.75	0.75
	Diciembre	4.25	4.00	5.54	0.75
2008	Enero	3.00	4.00	5.50	0.75
	Marzo	2.25	4.00	5.25	0.75
	Abril	2.00	4.00	5.08	0.75
	Octubre	1.00	3.75	4.61	0.50
	Diciembre	0.25	2.50	2.14	0.30
2009	Diciembre	0.25	1.00	0.50	0.10

Fuentes: Banco Central de Reino Unido, Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central de Japón, consultadas en abril de 2010.  
Elaboración propia.

La actuación del Sistema de la Reserva Federal (Federal Reserve System, Fed), banco central de Estados Unidos, merece atención especial.

Para estimular la economía tras los ataques del 11 de septiembre de 2001, concretamente, desde principios de 2002, el Fed empezó a bajar la llamada tasa de fondos federales (TFF) hasta dejarla en 1%, a pesar de que la inflación subyacente era mayor de 2%. Ante rendimientos tan bajos los estadounidenses no se refugiaron en el mercado accionario (donde hacía poco había estallado la burbuja tecnológica), sino en el inmobiliario y en el de materias primas, pensando que seguiría aumentando la demanda china y que los precios de los bienes raíces jamás bajarían. El precio del sector inmobiliario se disparó, formando una burbuja basada en esas bajas tasas de interés, no en la demanda real de bienes raíces.<sup>11</sup> Atizada por los errores del Fed, en 2007 había en los mercados una burbuja insostenible. El Fed se dio cuenta entonces de que las cosas estaban fuera de control y de que al subir mucho y muy rápidamente las tasas de interés había hecho explotar la burbuja [McTaggart, 2009].

Cuando las tasas de interés eran bajas se alentó a la gente a endeudarse,<sup>12</sup> y al subir éstas, las deudas se volvieron impagables.<sup>13</sup> La crisis rebasó el mercado *subprime* de Estados Unidos y se extendió a los principales mercados inmobiliarios, al crédito al consumo y al crédito a las empresas. Cuando las tasas subieron estalló la burbuja en los precios de bienes raíces, lo cual volvió insolventes a las empresas financieras. Los estadounidenses vieron desaparecer parte importante de sus ahorros y sus deudas crecieron.

Al reevaluarse el riesgo, sobrevino una gran contracción crediticia que afectó en gran medida a la economía real. Esto porque la

<sup>11</sup> Por la sobreoferta y la imposibilidad de vender casas en un mercado deprimido, los precios de las casas bajaron 30%: de un promedio en la cúspide de 250 000 a 183 000 dólares en octubre de 2008.

<sup>12</sup> En *The Wall Street Journal*, el ex presidente del Fed, Alan Greenspan, dijo que las bajas tasas de interés para las hipotecas de largo plazo a tasa fija fueron las culpables de la burbuja inmobiliaria estadounidense, no las políticas del Fed.

<sup>13</sup> A partir de 2004, varios aumentos llevaron la tasa de referencia del Fed de 1% a 5.25%, con lo cual las hipotecas se volvieron impagables.



caída en los sectores financiero y de la construcción se traduce en aumento de la desocupación y en recesión económica; en Estados Unidos, el ritmo de crecimiento económico anualizado mostró un retroceso desde el cuarto trimestre de 2007, iniciándose así la recesión en ese país.

Para estimular el consumo y la inversión, Bernanke, como años atrás Greenspan, puso las tasas de interés por abajo de la inflación: de septiembre de 2007 a principios de 2009, el Fed bajó la TFF de 5.25 a 0.25%, tratando de estimular la concesión de crédito, y por ende la economía. La producción industrial, los inicios de viviendas y el empleo siguieron cayendo, al igual que el consumo; entre otras cosas, las tasas permanecían bajas porque se preveía que la inflación seguiría moderada en el futuro próximo; en meses posteriores hubo incluso deflación.<sup>14</sup> En junio de 2009, el Fed<sup>15</sup> declaró que la TFF seguiría “sumamente baja” durante un “largo periodo” en el que la economía permanecería débil y la inflación “contenida”. Se comprometió asimismo a mantener el dispositivo anticrisis del Estado. “Las condiciones de los mercados financieros han mejorado en los últimos meses y los gastos de los particulares han dado señales de estabilización, pero siguen limitados por las pérdidas de empleo, disminución de la riqueza de los hogares y endurecimiento del crédito” [FOMC, 2009].

<sup>14</sup> En los 12 meses concluidos en julio de 2009 se registró una deflación de 1.90, sólo comparable con la de 2.05 en enero de 1950.

<sup>15</sup> Las decisiones clave en el Fed son tomadas por 19 personas que integran el Federal Open Market Committee (FOMC), que se reúnen con regularidad a puertas cerradas; como su nombre lo indica, por ley deben vigilar las operaciones de mercado abierto del país, esto es la compra y venta de valores gubernamentales. Los mercados financieros del mundo esperan expectantes las decisiones que salen de esas juntas, básicamente si se eleva, baja o queda igual la tasa de fondos federales (TFF, la que se cargan los bancos comerciales entre sí en préstamos de un día a otro). El FOMC trata de mantener al país en pleno empleo y con estabilidad de precios, los objetivos de política monetaria que el Congreso asigna al Fed. Hace esto elevando, bajando o manteniendo la TFF. El FOMC también dirige las operaciones que emprende el Fed en los mercados cambiarios, aunque las intervenciones en esos mercados son coordinadas por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, responsable de formular las políticas del país relacionadas con la cotización del dólar [Meyer, 2004].

Las bajas tasas de interés en Estados Unidos debilitaron al dólar frente a las demás divisas. Ante las protestas de los otros países, Bernanke enfatizó que cada país cuenta con mecanismos propios para hacer frente a sus problemas.

Al abandonar los mercados de deuda por las bajas tasas de interés, los capitales se refugiaron en las materias primas y en el oro. Como los BC duplicaron o triplicaron la base monetaria, podría haber una inflación de los precios de los bienes u otra burbuja de activos y crédito, o ambas. Roubini [2009a] es uno de los expertos que consideran que las políticas monetarias laxas (tasas de interés cero, crédito fácil, emisiones de bonos gubernamentales y compras de activos privados ilíquidos y riesgosos), aunadas a lo invertido en estabilizar el sistema financiero, podrían crear otra burbuja de activos impulsada por la liquidez en los mercados financieros y de materias primas.

En general, los recortes en las tasas de referencia fueron menores en las economías emergentes que en las avanzadas, debido en parte a niveles inflacionarios más altos al iniciarse la crisis y a presiones por las depreciaciones cambiarias. La mayoría de los países emergentes siguió bajando sus tasas de referencia en el tercer trimestre de 2009, pero a un ritmo moderado. En agosto, el BC de Israel aumentó su tasa de referencia en 25 puntos base, a 0.75%, señalando que aun así su política monetaria seguía siendo expansiva; ya se dijo que el BC de Australia elevó su tasa en 25 puntos base, a 3.25%, indicando el inicio de una paulatina reducción del estímulo monetario. Se esperaba que los países emergentes precedieran a los desarrollados en la aplicación de una política monetaria contraccionista.

#### *b) Otras medidas de los bancos centrales*

A las drásticas reducciones que los BC hicieron en sus tasas de referencia, sobre todo en Estados Unidos y Europa, se sumó una gama de políticas heterodoxas para reactivar el crédito: inyecciones de liquidez y apoyo a la liquidez y solvencia de las instituciones financieras [Banco Mundial, 2009a]. Una institución con

suficiente liquidez tiene más posibilidades de obtener más capital en el mercado.

Al ser menos efectiva la política monetaria tradicional, se necesitó aplicar medidas no tradicionales para generar mayor liquidez y crédito; fue entonces que los BC empezaron a comprar directamente activos privados no líquidos.

El Fed incrementó la cuantía de sus préstamos mediante sus líneas de liquidez, creando una nueva cuyo propósito fue reactivar el financiamiento del papel comercial. El BCE realizó operaciones de refinanciamiento a largo plazo mediante subastas de renta fija con cobertura total y amplió la lista de activos que servían como colateral. Por su parte, en septiembre de 2009 el BI informó que compraría activos en problemas por 175 mm de libras.

Esto tuvo algunos resultados: el diferencial entre la Libor a tres meses y las expectativas de tasas a un día para el correspondiente vencimiento cayó de 360 puntos básicos (pb) en septiembre de 2008 a menos de 100 en febrero de 2009; pero ese nivel era más alto que el registrado en la primera mitad de 2008 (50-60 pb). En cuanto al financiamiento a mediano plazo, los programas de garantía de deuda bancaria permitieron cierta recuperación de las emisiones de las instituciones financieras, pero todavía a un alto costo y con volúmenes que no compensan la iliquidez de los mercados de titulización. Los programas sirvieron aun menos para estabilizar la solvencia de las instituciones financieras. Las inyecciones de capital tras el colapso de Lehman contuvieron la amenaza de quiebra del sistema financiero internacional.

Esas inyecciones de liquidez y los recortes en la tasa de referencia empezaron a hacer bajar las tasas interbancarias. Pero aunque la mayoría de los bancos necesitaban liquidez a más largo plazo, mucha de la liquidez proporcionada por los BC se recicló en el mercado de dinero a un día (*overnight*) o regresó al BC, lo que indicaba la persistente preocupación sobre potenciales conmociones de liquidez y de contraparte, y la incertidumbre sobre las cantidades necesarias para financiar activos futuros [FMI, 2009i].

En diciembre de 2009 el Banco de Japón (BOJ) anunció una inyección de 114 mmd mediante préstamos baratos a tres meses, con la finalidad de alentar a los bancos a prestar a particulares y

empresas para estimular la economía aquejada por la deflación<sup>16</sup> y por la revaluación del yen, que a una cotización de 86 por dólar perjudicaba severamente al sector exportador; poco sirvió esa inyección de liquidez, pues el problema era la debilidad económica de Estados Unidos y sus bajas tasas de interés que debilitaban al dólar.

En cambio Trichet, gobernador del BCE, informó que en marzo de 2010 se suspenderían las inyecciones de liquidez a la banca privada europea, medida que iría seguida del alza en las tasas de interés, a un ritmo y monto que dependería, entre otras cosas, de la recuperación y del comportamiento de la inflación.

En Estados Unidos, el balance contable del Fed se expandió a medida que ofrecía fondos a los bancos y aceptaba valores a cambio: de menos de un billón de dólares en agosto de 2007, a más de dos billones en noviembre de 2008, expandiéndose sobre todo sus préstamos a los bancos contra colateral ilíquido. Este papel de prestamista de última instancia (PUI) no era nuevo ni inusual, pero alcanzó enormes proporciones.<sup>17</sup> Mucho del capital público y privado obtenido es notablemente pequeño si se le compara con las pérdidas totales en que incurrieron las instituciones financieras en el ámbito internacional (bancos, *broker/dealers*, aseguradoras y GSE) desde el tercer trimestre de 2007 [Acharya y Backus, 2008].

De acuerdo con Bremmer y Roubini [2009], el Fed tiene ante sí varios desafíos: 1) resistir la presión para monetizar los déficit, lo cual causaría inflación; 2) decidir cómo y cuándo abandonar la política monetaria (PM) laxa; 3) mantener su independencia, puesta en entredicho por los rescates directos e indirectos de las

<sup>16</sup> De octubre de 2008 a igual mes de 2009, los precios al consumidor en Japón cayeron 2.2 por ciento.

<sup>17</sup> Según el *Financial Times* (FT), el Fed ganó 14 mmd entre agosto de 2007 y agosto de 2009. Esto por los intereses de cientos de mmd que inyectó al sistema financiero de Estados Unidos, con la esperanza de impulsar la economía de su país. El FT calculó la diferencia entre los intereses obtenidos de los créditos de sus líneas de financiamiento y los intereses que hubiera obtenido de invertir en letras del Tesoro a tres meses. En los dos años mencionados el Fed ingresó 19 mmd por intereses y comisiones cobrados a quienes accedieron a las líneas de liquidez. Si hubiera invertido eso en letras del Tesoro hubiera ganado 5 mmd, por lo que el beneficio obtenido asciende a 14 mmd.

instituciones financieras y por los intentos del Congreso de intervenir en su administración; 4) calcular adecuadamente los precios de los activos y el riesgo de burbujas en los mismos, usando la regla de Taylor (una guía para que los BC establezcan las tasas de interés); 5) supervisar y regular el sistema financiero de manera efectiva, sobre todo en su papel de regulador del “riesgo sistémico”.

En cuanto al primer punto, si los estímulos fiscales y monetarios se retiran prematuramente, se puede caer en deflación. Si se tarda en hacerlo, el riesgo es una crisis fiscal y una estanflación. El Fed no controla la política fiscal, pero para evitar monetizar los déficit debe evitar un alza en los rendimientos de los bonos del Tesoro. Respecto a salir de la PM laxa, el Fed debe aprender de sus errores tras la recesión de 2001, cuando recortó mucho la TFF y la mantuvo muy baja por un largo periodo. Luego, cuando la situación se normalizó actuó con lentitud, haciendo incrementos de sólo 0.25% en la TFF entre 2004 y 2006, lapso en el cual las burbujas de vivienda, hipotecaria y crediticia se salieron de control. Por tanto, al normalizarse la situación hay que actuar con rapidez para evitar que se formen otras burbujas [Bremmer y Roubini, 2009].

Esto es más fácil de decir que de hacer. El Fed se movió con lentitud porque la recuperación era débil y había presiones deflacionarias. Por la deflación se mantuvo la política monetaria laxa, lo que aumentó el riesgo de crear otra burbuja. El fuerte incremento en los mercados accionario y de materias primas, y la reducción de los diferenciales crediticios desde marzo de 2009, se debieron en parte a la liquidez global que empezó a causar inflación de activos. Garantizar la estabilidad financiera exigirá que al decidir la política monetaria se consideren también los precios de los activos. Aunque la TFF no es el instrumento más efectivo para controlar las burbujas de activos y crediticias, el dinero muy barato es siempre fuente de burbujas; por ello es importante que se normalice la TFF [Bremmer y Roubini, 2009].

La participación del Fed en operaciones *cuasi* fiscales crea otros retos. En tanto el Fed se involucre en mantener la estabilidad financiera y en evitar otros episodios de riesgo sistémico, seguirá la percepción de que el Fed es el PUI de las empresas demasiado grandes para quebrar. El Departamento del Tesoro y el Congreso

pretenden revisar la organización del Fed, sin importarles si atentan contra la independencia de éste.

A los actuales mandatos del Fed: mantener la estabilidad de precios y el crecimiento, debe añadirse la estabilidad financiera. Alcanzar ésta sin provocar daño moral (como con las instituciones demasiado grandes para quebrar) y sin crear otra burbuja en el futuro, es quizás el mayor desafío en la existencia del Fed [Bremmer y Roubini, 2009].

Como se ha visto, los bancos centrales no hicieron otra cosa que tratar de limitar el daño provocado por la crisis financiera en el resto de la economía. Esto hace evidente que los BC tienen que prever las crisis, desalentando la especulación en los mercados donde se forma una burbuja. Esas instituciones no deben limitarse a utilizar la tasa de referencia; pueden aplicar requisitos de capital ajustados a la fase del ciclo económico que se vive, provisiones para préstamos no pagados y relaciones préstamo/valor de los activos; pueden también reducir el riesgo sistémico mejorando los sistemas de liquidación y pago y haciendo que ciertos instrumentos derivados (OTC, *over the counter* –mercados de valores informales, fuera de bolsa) se negocien en instituciones centrales que actúen como contraparte. En especial deben crearse procedimientos para la quiebra de instituciones sistémicamente importantes. Tales aspectos se desarrollarán en la tercera parte de este trabajo.

La estructura de la política monetaria debe incluir los precios de los activos y también el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito. El alto costo de la actual crisis hizo ver la importancia de prevenir las crisis, razón por la cual la política monetaria debe cambiar su actitud de “componer las cosas después del desastre” a una más activa de “inclinarse contra el viento” para impedir la formación de burbujas en el precio de los activos [Corbo, 2010].

#### INTERVENCIONES GUBERNAMENTALES

##### *a) Estados Unidos*

La quiebra de Lehman Brothers (septiembre de 2008) y la gravedad de los acontecimientos que se sucedieron, provocaron la ac-

ción concertada de los principales países desarrollados para evitar el colapso del sistema financiero mundial derivado de la carencia de liquidez, los activos de mala calidad, la escasez de capital y la falta de confianza. Tras la quiebra de Lehman aumentaron la aversión al riesgo global y la contracción crediticia; los problemas de solvencia de muchas instituciones financieras revelaron que el riesgo de bancarrota afectaba no sólo a las instituciones financieras directamente involucradas en préstamos hipotecarios. Ante esto se dispararon las primas de riesgo y liquidez y los gobiernos de los países industrializados tuvieron que intervenir en los mercados aumentando las garantías de depósito y adquiriendo activos en problemas, medidas que tuvieron poco éxito, por lo que los gobiernos decidieron inyectar capital a las instituciones en problemas y garantizar sus emisiones de deuda; todo ello para restablecer la confianza en los mercados y lograr que se reanudara el crédito.

Las pérdidas privadas y las deudas de particulares, instituciones financieras y empresas, disminuyeron la capacidad de los bancos para prestar, de los particulares para gastar y de las empresas para invertir; esas pérdidas y deudas se socializaron al ser incluidas en los balances contables de los gobiernos. Los BC, prestamistas de última instancia, pasaron a ser prestamistas de primera y única instancia, pues los bancos restringieron los préstamos entre ellos y los que concedían a otras instituciones financieras y a los empresarios.

Por las lecciones aprendidas durante la Gran Depresión y la depresión japonesa de los años noventa del siglo pasado, los gobiernos relajaron la política fiscal, los BC hicieron recortes coordinados de las tasas de referencia (al ya no ser preocupante la inflación), adquirieron activos en problemas, aumentaron la base monetaria, inyectaron liquidez, recapitalizaron, y dieron garantías y seguros para frenar la contracción de la liquidez y del crédito. En dos meses hubo más de 150 intervenciones en el mundo [Roubini, 2009a]. Con estas medidas los gobiernos atacaron las tensiones financieras y contrarrestaron la caída abrupta de la demanda privada, lo que evitó que tan profunda recesión se convirtiera en la segunda gran depresión; pero el problema de fondo permaneció.

Si bien se aplicó la política fiscal tradicional (gasto gubernamental y reducciones de impuestos), fue más cuantiosa la no tradicional: rescate de empresas, prestamistas y deudores.

En el caso de Estados Unidos se dio la mayor involucración del gobierno en los mercados financieros en los últimos 70 años. En buena parte, esta intervención tomó la forma de paquetes *ad-hoc* de rescate específicos por institución como los aplicados a Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, American International Group Inc. (AIG) y Citigroup. Pero una parte sustancial consistió en esfuerzos para solucionar los problemas sistémicos que habían provocado el congelamiento de los mercados de crédito. Así surgieron varios esquemas:

- Recapitalización bancaria emprendida por el Departamento del Tesoro, en virtud de la cual esa dependencia adquirió posiciones accionarias preferentes en los bancos, lo que en la práctica equivalió a un proceso de estatización bancaria, siendo éste uno de los cambios más relevantes experimentados por el sistema financiero mundial. Aunque los países desarrollados siempre criticaron a los subdesarrollados que nacionalizaban sus sectores financieros para sacarlos de una crisis, acabaron haciendo lo que tanto censuraron.
- Para enfrentar el problema creado por los activos en problemas, el Departamento del Tesoro, junto con la Corporación Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) y el Fed, anunciaron el Programa de inversión pública-privada (Public Private Partnership Investment Program, 23 de marzo de 2009) como parte de sus esfuerzos por reparar los balances de todo el sistema financiero del país y asegurar que el crédito estuviera disponible para particulares y para empresas de cualquier tamaño. Usando entre 75 mmd y 100 mmd de capital del Programa de Alivio a Activos en Problemas (Troubled Asset Recovery Program, TARP) y capital de inversionistas privados, el Programa de inversión pública-privada generaría 500 mmd para comprar activos tóxicos, con la posibilidad



de expandirse a un billón de dólares.<sup>18</sup> El programa de garantía de nuevas deudas emitidas por los bancos finalizaría el 31 de octubre de 2009, pero podría extenderse en forma parcial, conforme al Programa temporal de garantía de liquidez (TLGP) puesto en práctica en 2008 para enfrentar la falta de crédito. En su comunicado de política monetaria de septiembre, el FOMC informó que en marzo de 2010 concluiría el programa para recomprar hasta 1.25 billones de dólares en deuda.

- Aplicación de 100 mmd que faltaban de desembolsar del rescate financiero de octubre de 2008, para ayudar al Fed a expandir un programa ya establecido cuya finalidad era respaldar el préstamo a los consumidores y pequeñas empresas. El Servicio de Préstamos sobre Valores Respaldados (Term Asset Loan Facility, TALF) con activos a plazo del Fed, por un billón de dólares, se destinó a prestar a los tenedores de valores respaldados por activos calificados AAA colateralizados por préstamos para automóviles, a estudiantes, tarjetas de crédito y pequeñas empresas, para tratar de reactivar el crédito. El Tesoro prometió originalmente 20 mmd para cubrir las pérdidas potenciales que el Fed pudiera enfrentar. El programa expandido apoyó los valores comerciales y privados respaldados con hipotecas residenciales ([www.financialstability.gov](http://www.financialstability.gov)).

El objetivo de todo esto era que volviera a funcionar el mercado para los valores en problemas, permitiendo a los bancos y otras instituciones financieras obtener capital y estimular la concesión de nuevo crédito. La alternativa era esperar a que los bancos gradualmente retiraran esos activos de sus libros o que el gobierno los comprara directamente. Gracias al rescate bancario y a los miles de millones de dólares gastados los bancos pudieron contrarrestar, al menos en parte, las reducciones en el valor de sus activos; esto

<sup>18</sup> Para evitar que el Estado sobrevalorara los activos tóxicos, su precio se fijó mediante una subasta entre los inversionistas privados. En total, se calcula que los bancos de Estados Unidos tenían en sus balances casi un billón de dólares en créditos de mala calidad, <<http://www.treasury.gov/press/releases/tg65.htm>>.

hizo que nuevamente tuvieran utilidades, lo que impulsó al alza los mercados bursátiles. Al respecto, Wolf [2008b] señaló atinadamente:

Recuerden el viernes 14 de marzo de 2008: fue el día que terminó el sueño del capitalismo global de libre mercado. Durante tres décadas avanzamos hacia el mercado manejado por los sistemas financieros. Por su decisión de rescatar Bear Stearns, la Reserva Federal, la institución responsable de la política monetaria en Estados Unidos, el principal protagonista del capitalismo de libre mercado, declaró el fin de esta era. En los hechos, mostró su acuerdo con lo dicho por Josef Ackermann, director ejecutivo del Deutsche Bank: “Yo no creo ya en el poder de autocuración del mercado”.

Las medidas aplicadas ayudaron a aliviar parcialmente la caída de la demanda privada en la mayoría de los países del G-20; falta por saber si conseguirán estimular el crecimiento en la proporción requerida.

#### Acciones para estimular la economía

El 13 de febrero de 2009 fue aprobado por el Congreso el Informe sobre la Conferencia del Senado acerca de la Ley de Recuperación y Reinversión de Estados Unidos 2009; la aprobación fue posible porque se redujo en 100 mmd el paquete de estímulo económico presentado por el presidente Barack H. Obama; los legisladores argumentaron que tal recorte se debió a la consideración de que eran pocos los empleos que se podían crear directamente y que se debía evitar que el gobierno administrara las carteras incobrables de los bancos en dificultades. El acuerdo se debió también a que el gobierno planeaba deshacerse, en cuanto fuera posible, de lo que comprara. El 17 de febrero el presidente Obama firmó dicha ley.

Puntos destacados del Acuerdo final del Senado acerca de la Ley estadounidense de recuperación y reinversión 2009:

1. Mantener y crear puestos de trabajo y promover la recuperación económica. Se aspiraba a crear y salvar 3.5 millones de empleos

- y reconstruir el país, haciéndolo globalmente más competitivo e independiente en cuanto a energía y transformando la economía.
2. Ayudar a los más afectados por la recesión. Más de 35% del paquete (286 mmd) proporcionó alivio fiscal directo a 95% de los trabajadores estadounidenses: 400 dólares para quienes vivían solos y 800 dólares para quienes vivían en pareja.
  3. Invertir lo necesario para incrementar la eficiencia económica estimulando los avances tecnológicos en ciencia y salud.
  4. Se invertiría en carreteras, puentes, tránsito masivo; se construirían edificios ahorradores de energía; se controlarían inundaciones, se impulsarían proyectos para limpieza del agua y otras obras de infraestructura. Sería la primera magna inversión (120 mmd) desde la creación del sistema carretero interestatal 50 años antes.
  5. La ciencia y la innovación de nuevo serían clave para la tecnología hecha en Estados Unidos, evitando y tratando enfermedades y enfrentando retos nacionales urgentes como el cambio climático y la dependencia del petróleo extranjero.
  6. Se estabilizarían los presupuestos de estados y municipios, para minimizar y evitar reducciones en los servicios esenciales e incrementos fiscales contraproducentes en estados y municipios.

El presidente y los jefes de departamentos y agencias federales manejarían y gastarían los fondos de tal manera que se lograran esos propósitos; ello implicaba empezar de inmediato a realizar las inversiones señaladas.

El paquete de rescate quedó en 787 mmd.<sup>19</sup> Los estados que forman la Unión Americana afrontaban déficit de considerables proporciones, por encima de 200 mmd; la mayoría de esos estados tienen la obligación constitucional de mantener presupuestos equilibrados, por lo que tuvieron que aumentar impuestos o reducir gastos, lo cual contrarrestó buena parte del estímulo federal. En opinión de Stiglitz [2009a], el rescate bancario de Obama concedió demasiados recursos y en condiciones muy favorables precisamente a quienes causaron el problema.

<sup>19</sup> El monto de este paquete de rescate estadounidense es casi igual al de los gobiernos chino y británico.

El Cato Institute pagó una inserción en periódicos, firmada por más de 200 miembros de varias universidades de Estados Unidos, que rebatieron el plan de Obama. Estaban de acuerdo en que se necesitaba un plan gubernamental de recuperación para reactivar la economía pero negaron que todos los economistas fueran keynesianos y apoyaran un gran incremento en la carga del gobierno; consideraban que un mayor gasto gubernamental no mejoraría la economía del país, pues un mayor gasto gubernamental de Hoover y Roosevelt no sacó a Estados Unidos de la Gran Depresión, ni solucionó la recesión japonesa en los años noventa. Afirmaron que para mejorar la economía lo que se necesitaba era eliminar los impedimentos para trabajar, ahorrar, invertir y producir. Tasas fiscales más bajas y reducir la carga del gobierno eran la mejor política fiscal para estimular el crecimiento.

En el Congreso, muchos diputados pusieron candados proteccionistas al plan de Obama para que el rescate obligara a las empresas a adquirir diversos insumos exclusivamente de origen estadounidense; esto pasó por encima del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), lo cual generó grave daño a la industria mexicana.

El Plan de Estabilidad Financiera preparado por el Departamento del Tesoro, junto con la Ley estadounidense de recuperación y reinversión, se dijo que establecía las bases de la recuperación económica:

- El Tesoro puso en marcha programas para que las familias ahorraran en sus pagos hipotecarios mediante refinanciamiento, para evitar embargos. En febrero de 2009, 30% de incremento en el refinanciamiento hipotecario demostró que las familias se estaban beneficiando de esas tasas bajas.
- Evaluación del capital hecha por supervisores bancarios para asegurar que los bancos tuvieran el capital que necesitaran por si la recesión empeoraba. Si los bancos confiaban en que tendrían suficiente capital para enfrentar una severa tormenta económica, estarían más dispuestos a prestar ahora, disminuyendo la probabilidad de una desaceleración más seria.

En el tercer trimestre de 2009 el Fed continuó reduciendo los montos de los fondos subastados mediante el Servicio Temporal de Préstamos a plazo y del TALF, medida que se había dado a conocer a finales del segundo trimestre, y anunció que continuarían hasta enero de 2010. A pesar de todo el apoyo, y cuando ya se hablaba de recuperación, en octubre de 2009 el secretario del Tesoro, en una conferencia en Nueva York, reconoció que el sistema financiero seguía “quebrado”. El activismo sin precedente del Fed incrementó sus balances contables en más de un billón de dólares.

El plan de estímulo de Obama añadió unos 60 mmd al PIB total durante abril, mayo y junio de 2009, es decir 1.5% del producto trimestral. Pero ese efecto ocurre una sola vez; no aumenta la tasa de crecimiento de los siguientes meses; para ello haría falta una mayor demanda privada. Para que la economía real se recuperara realmente, se requería ampliar aun más el estímulo macroeconómico para respaldar el crecimiento económico y la recuperación del sector financiero [Feldstein, 2009a].

Otro programa, más modesto por su monto, fue el de “dinero por chatarra”,<sup>20</sup> que concluyó el 23 de agosto de 2009 después de distribuir 2.9 mmd en incentivos.<sup>21</sup>

También se prolongaron o incrementaron las prestaciones de desempleo para más de 18 millones de estadounidenses; el seguro de salud se hizo 65% más barato para las familias que obtienen su cobertura por la Ley de Reconciliación Presupuestaria y se aprobaron 25 recortes fiscales para 95% de las familias trabajadoras, pequeñas empresas, compradores de una primera casa.

<sup>20</sup> Programa de subsidios para la compra de automóviles nuevos para sustituir vehículos contaminantes (Car Allowance Rebate System, o brevemente, Cash for Clunkers).

<sup>21</sup> Ford y Toyota fueron las dos empresas que más se beneficiaron. Ford es el único de los tres principales fabricantes estadounidenses que no tuvo que recurrir a fondos públicos o a la quiebra para sobrevivir a la profunda crisis. Sus ventas aumentaron 17% en agosto y totalizaron 182 149 unidades. Toyota vendió 10.5% más que en agosto de 2008. General Motors vio disminuir la demanda total de sus vehículos 20.2% en agosto de 2009. Los peores resultados de ese mes fueron para Chrysler, tercer fabricante de Estados Unidos, bajo el control de la empresa italiana Fiat.

Los apoyos gubernamentales, aunque estabilizaron algunas instituciones financieras, distorsionaron las decisiones para asignar el crédito, excluyeron mercados, dañaron a las instituciones financieras más eficientes que no requerían apoyo,<sup>22</sup> e incrementaron el costo para los contribuyentes. Por lo anterior, la magnitud de los rescates y de las otras formas de intervención gubernamental obliga a preguntar si el costo de la misma es justo para los contribuyentes y para las instituciones financieras y bancos saludables. La situación hizo inevitables los rescates, pero éstos debieron diseñarse bien y sobre todo, debería haberse evaluado correctamente su costo.

Al iniciarse 2010, Ben Bernanke, presidente del Fed, estaba decidido a mantener baja la inflación en tanto se recuperaba la economía. El funcionario explicó que para absorber liquidez vendería el gran volumen de títulos hipotecarios que figuraban en su balance. Dijo también que utilizaría su facultad de pagar intereses sobre las reservas que bancos comerciales tenían en el Fed, para evitar préstamos excesivos.

Aunque el cambio en la presidencia de Estados Unidos despertó grandes esperanzas, ante la severidad de la crisis, ni ese hecho, ni la alocución inaugural del presidente Obama, ni su plan de recuperación e inversión para crear empleos, y mucho menos su plan para hacer más estrictas la regulación y supervisión (junio de 2009), pudieron mejorar el panorama financiero, pues los datos acerca de las empresas y de la economía en general apenas permitían avizorar una débil recuperación. Para salir de la recesión era imprescindible sanear los mercados financieros, ya que el crecimiento económico depende del buen funcionamiento de aquéllos para que el capital fluya de ahorradores a empresarios.

<sup>22</sup> Por ejemplo, el servicio de financiamiento del papel comercial manejado por el Fed revigorizó ese mercado, y su programa para comprar deuda y valores respaldados con hipotecas hizo bajar las tasas y aumentar las emisiones de los valores equivalentes; se compraron 100 mmd en deuda emitida por Fannie Mae, Freddie Mac y los Federal Home Loan Banks. Compró también deuda del consumidor por 200 mmd. En contraste, no mejoró el funcionamiento de los mercados que no recibieron apoyo oficial.

### Endeudamiento gubernamental

El 25 de febrero de 2009 se dio a conocer la propuesta del presupuesto de Estados Unidos para el año fiscal 2010,<sup>23</sup> que se inició el 1 de octubre de 2009; dicha propuesta contenía reformas para sacar al país de la crisis y preveía un gasto total de 3.55 billones de dólares, 14% más que en el presupuesto anterior.

En mayo de 2009, Bernanke pidió al Congreso y al presidente que planearan cómo reducir el déficit presupuestal para no mermar la confianza de los inversionistas y poner así en peligro la recuperación a largo plazo. Obama se comprometió a que el gigantesco déficit se reduciría a 533 mmd al final de su mandato. Para lograr esto se suprimirían gastos superfluos y se aumentarían los impuestos a los estadounidenses más ricos, además de subir o modificar algunos impuestos a las empresas. Esto contrasta con la era Bush, caracterizada por sus fuertes y masivas rebajas tributarias.<sup>24</sup> En el año fiscal 2009, el déficit fiscal ascendió a 1.4 billones de dólares. El déficit del gobierno federal pasó así de 1.3% del PIB en 2007, a más de 10% en 2009. Diciembre de ese año fue el decimoquinto mes consecutivo con déficit fiscal y en el primer trimestre del año fiscal 2010, que se inició en octubre de 2009, el déficit ascendió a 388.5 mmd (332.5 mmd en igual trimestre del año fiscal 2009 según el Departamento del Tesoro de Estados Unidos) (véase el cuadro 3).

En diciembre de 2009 la deuda externa de Estados Unidos llegó a 13.8 billones de dólares, que representaba 95% de su PIB (14.3 billones de dólares).<sup>25</sup> Con las bajas tasas de interés su costo no constituía un problema, pero lo sería cuando las tasas empezaran a subir.

<sup>23</sup> Propuesta que lleva por título “Una nueva era de responsabilidad: renovando la promesa estadounidense”.

<sup>24</sup> <<http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy10/pdf/fy10-newera.pdf>>.

<sup>25</sup> La deuda gubernamental o pública total comprende todos los pasivos de un gobierno con acreedores locales y extranjeros. El gobierno normalmente comprende la administración central, los gobiernos provinciales, los gobiernos federales y todas las otras entidades que piden prestado con una explícita garantía gubernamental [Reinhart y Rogoff, 2009: 9].

CUADRO 3. DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS  
(COMO PORCENTAJE DEL PIB)

<i>Periodo</i>	<i>Déficit presupuestal</i>	<i>Deuda pública</i>	<i>Cuenta del go- bierno federal</i>	<i>Deuda de seguridad social</i>	<i>Deuda de asistencia médica</i>	<i>Deuda (Mil millones)</i>
2000	0.9	35.10	22.90	10.40	2.20	9 710
2001	-0.3	33.00	24.40	11.60	2.40	10 058
2002	-3.0	34.10	25.60	12.80	2.60	10 377
2003	-4.9	36.20	26.30	13.70	2.60	10 809
2004	-4.9	37.40	26.60	14.20	2.50	11 500
2005	-4.0	37.50	27.10	14.80	2.40	12 238
2006	-3.3	37.10	27.80	15.30	2.60	13 016
2007	-2.5	36.80	28.60	16.00	2.60	13 668
2008	-4.4	40.80	n.d.	n.d.	n.d.	14 222
2009	-10.9	58.70	n.d.	n.d.	n.d.	14 240
2010*	n.d.	64.60	n.d.	n.d.	n.d.	14 729

Fuentes: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget, consultadas en abril de 2010. Elaboración propia.



En su primer mensaje a la nación, el presidente Obama [2010] se refirió así al estado de las finanzas:

Al principio de la década pasada, EUA tenía un superávit presupuestal de más de 200 mmd. Cuando tomé posesión, había transcurrido un año con un déficit de más de un billón de dólares y unos déficit proyectados de 8 billones de dólares en la siguiente década. Esto se debía a no haber pagado dos guerras, a dos recortes fiscales y a un muy caro programa de medicamentos con receta. Además, tres billones de dólares se debían a la recesión [...] Los esfuerzos para evitar una segunda depresión sumaron otro billón de dólares a la deuda nacional [...] A partir de 2011, cuando la economía esté más fuerte [...] se van a congelar los gastos del gobierno durante tres años. Para ayudar a las familias trabajadoras se prolongarán los recortes fiscales para la clase media [...] pero no para las empresas petrolíferas, los gestores de fondos de inversión, ni quienes ganan más de 250 000 dólares al año.

Los apoyos gubernamentales incrementaron por algunos meses el consumo en Estados Unidos, pero la economía por sí sola era aún incapaz de generar empleos y mantener el crecimiento.

Algunos ejemplos de empresas rescatadas

Los beneficios de las 500 mayores empresas estadounidenses pasaron de 645 mmd a 98 mmd entre 2007 y 2008, lo que significa una caída de 84.7%, el peor resultado en los 55 años de historia de la lista Fortune 500. Esta publicación (abril de 2009) explica que los beneficios que ese país registró en años pasados no fueron parte de un nuevo orden mundial, sino de una burbuja que finalmente estalló.

Para dar una idea de las pérdidas empresariales, Google Inc., compañía de internet, tuvo una utilidad neta de 382.4 millones de dólares o 1.21 dólares por acción en el cuarto trimestre de 2008, 68% menos que en igual lapso de 2007 (1 210 mdd o 3.79 dólares por acción). General Electric tuvo ganancias netas por 3 722 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2008, 44% menos que en igual periodo de 2007.

Según Larry Summers,<sup>26</sup> consejero económico de la Casa Blanca, el gobierno rescató a las grandes empresas por necesidad, no por elección. En septiembre de 2008, el gobierno estadounidense apoyó a la aseguradora AIG con un rescate de 173.3 mmd, lo que le dio una participación de 80% en la empresa. A pesar de ello, en 2009 la empresa contemplaba volver a pagar bonificaciones a algunos de sus altos ejecutivos, pese a la controversia suscitada por las primas millonarias a los directivos que quebraron la compañía.

La aseguradora AIG transfirió AIG Holdings a una entidad con propósito especial como preparación para vender una participación minoritaria en el negocio. Éste fue el primer paso del proceso anunciado el 23 de marzo de 2009, en virtud del cual la compañía tenedora para las empresas de seguros de propiedad y daños de AIG tendría una junta de directores, equipo de gerencia y marca independiente de AIG.

En agosto de 2009 el gobierno pagó alrededor de 1 000 millones de dólares para recapitalizar la aseguradora AIG. *The Wall Street Journal* señaló que esa cifra incluye el pago para las empresas asesoras que se encargarían de vender 80% de las acciones que pertenecían al Estado. El Fed contrató a instituciones como Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bank of America o JP Morgan para el proceso de reconversión, que prevé el desmembramiento de las principales áreas de AIG para lanzarlas a bolsa en tres etapas. El total de las operaciones podría ser de 570 millones de dólares (mdd) para las empresas que participen y un ingreso por 75 mdd para el grupo de bancos que gestionarán la venta, como Morgan Stanley. Así también fue contratada BlackRock para gestionar los 35 mmd que la aseguradora tiene en activos tóxicos. Hasta principios de agosto, el gobierno de Estados Unidos había desembolsado alrededor de 75 mdd en salarios pagados a estas empresas [Satelinet, 2009a].

La industria automotriz mundial fue particularmente afectada. En los últimos cinco años, se vendieron 16 millones de autos anualmente; en 2009 se calculaba que se venderían sólo 9 millo-

<sup>26</sup> Larry Summers trabajó como consejero en el equipo económico de los presidentes Reagan y Clinton. Era secretario del Tesoro cuando estalló la crisis bancaria en México.

nes. De enero a mayo de 2009 el mercado automotriz estadounidense disminuyó 36.5%. Esto explica que la industria automotriz y de autopartes eliminara 324 800 puestos de trabajo en 2008 [U.S. Department of Labor, 2009].

Lo anterior obligó a una intervención histórica del gobierno de Estados Unidos en la industria automotriz. El 1 de junio de 2009, General Motors Corp. (GM) se acogió a la Ley de Quiebras para hacer una reestructuración radical con apoyo financiero del gobierno. Así, el 10 de julio surgió una nueva GM; el gobierno aportó 61% del capital; el gobierno de Canadá y la provincia de Ontario, 12%; el fondo de retiro de los empleados de GM, 17%, y 10% pasó a manos de los acreedores que suscribieron la reestructuración. Los anteriores accionistas de GM perdieron toda su inversión. Como parte de la reestructuración se cerrarían 11 fábricas y tres quedarían en paro técnico. Los obreros sindicalizados pasarían de 62 000 en 2008, a 38 000 en 2011 [Bloomberg News].

La nueva GM, valorada en 73.1 mmd, se limitará a cuatro marcas (Chevrolet, Cadillac, Buick y GMC) en lugar de nueve. Su red de concesionarios se redujo drásticamente [El País, 2009: 17]. Pretende desarrollar, fabricar y vender vehículos más pequeños y más eficientes en el consumo de combustible. Para simplificar y agilizar la toma de decisiones, eliminará 35% de los puestos ejecutivos. Aunque en un principio la nueva GM no cotizará en Wall Street, sus ejecutivos se comprometieron a publicar sus estados financieros. La compañía espera devolver las ayudas antes de 2015 [Pozzi, 2009: 22].

La empresa no realizó la venta que había planeado de su filial europea Opel, ante la mejora del ambiente de negocios. Las operaciones de GM China Group no se vieron afectadas, pues de enero a mayo de 2009 las ventas en ese país aumentaron casi 34% sobre una base anual.

En cuanto a Chrysler, el gobierno le exigió diseñar un plan de viabilidad antes del 1 de mayo de 2009 como paso previo para que se le otorgaran recursos del programa de rescate. Así Chrysler pudo salir del régimen de quiebra el 10 de junio, un mes después de declararse en bancarrota. El arreglo consistió en la creación de “New Co”, un “nuevo Chrysler”, en manos de un consorcio del

que Fiat tiene 20%, con opción a aumentar a 35%. El fondo de seguro médico del sindicato del automóvil Union of Auto Workers cuenta con 68% de la entidad y 12% es de los gobiernos de Estados Unidos y de Canadá. Los acreedores de Chrysler recibirán 2 mmd, lo que corresponde a una reducción de 67% de la deuda del grupo. El gobierno estadounidense inyectó cerca de 9 mmd en Chrysler; a cambio, tiene una participación de 8% en la compañía reestructurada.

En mayo de 2009, China Investment Corp. (CIC), fondo soberano de inversión de ese país, anunció que estaba comprando 1.2 mmd de los 2.2 mmd en acciones ofrecidas por el banco Morgan Stanley. Adquirió así 44.7 millones de acciones de los 80.2 millones que se pusieron a la venta, con lo que CIC aumentó su participación en ese banco a cerca de 10 por ciento.

En julio de 2009, Morgan Stanley anunció un acuerdo para recomprar 950 mdd en garantías que le dan al gobierno derecho a participar en su capital, lo que le permitirá liberarse de restricciones a su funcionamiento, en particular en materia de remuneraciones. Morgan Stanley ya había reembolsado en junio 10 mmd que había recibido en el marco del plan de apoyo al sistema financiero [Satelinet, 2009b].

Los accionistas de Citigroup avalaron un intercambio de acciones por 60 mmd, con lo cual el gobierno de Estados Unidos obtuvo 34% del total de capital del banco (agosto de 2009). Esa empresa que llegó a tener una capitalización de 274 mmd y 24.6 mmd en utilidades, en septiembre de 2009 contaba con un capital de 16 mmd. En el tercer trimestre de 2009 tuvo una utilidad neta de 101 millones de dólares, contra pérdidas de 2.8 mmd en igual lapso de 2008. El resultado neto por acción fue negativo en 27 centavos de dólar, aunque menor que la pérdida neta de 61 centavos de dólar en el tercer trimestre de 2008. Los ingresos totales del grupo sumaron 20.4 mmd, 25% más que en igual periodo del año anterior.

Citigroup anunció en noviembre de 2009 que había acordado ofrecer todas sus acciones de Bellssystem24, Inc., propiedad de Citigroup Capital Partners Japan Ltd., en una oferta pública de adquisición a ser lanzada en Japón por una compañía adquiren-

te propiedad de fondos de inversión asesorados por Bain Capital Partners LLC. Conforme a los términos de dicha oferta, Citigroup recibirá una contraprestación en efectivo por 93 500 millones de yenes por su participación de 93.5% en Bellssystem24, o lo equivalente a 1 000 millones de dólares al tipo de cambio de 89.81 yenes por dólar al 13 de noviembre de 2009. La oferta pública de adquisición se esperaba fuera lanzada a más tardar el 20 de noviembre de 2009 y liquidada el 30 de diciembre del mismo año [Satelinet, 2009b].

En enero de 2010, Citigroup informó que obtendría 300 millones de dólares al vender su participación indirecta en el segundo mayor administrador de fondos de pensiones de Chile, para seguir centrándose en su negocio principal. Dos meses después, siguiendo con su propósito de deshacerse de activos no esenciales, vendió sus fondos de cobertura a SkyBridge Capital LLC, en una transacción que cuadruplica el tamaño de ésta [Satelinet, 2010: 7].

El Departamento de Energía de Estados Unidos anunció a fines de junio de 2009 que otorgaría préstamos federales por 8 mmd a las automotrices Ford, Nissan y Tesla, para que desarrollaran tecnologías que redujeran el consumo de gasolina para sus nuevos modelos. El secretario de Energía Steven Chu afirmó que así se esperaba crear nuevos trabajos, reducir la dependencia respecto al petróleo y limitar la emisión de gases con efecto invernadero. Ford fue la más beneficiada, pues recibió 5.9 mmd para transformar algunas plantas que fabricarían 13 modelos ecológicos; esa empresa no cayó en problemas como GM y Chrysler y obtuvo beneficios netos de 997 millones de dólares o 29 centavos por acción en el tercer trimestre de 2009. Nissan, 1.6 mmd para renovar su planta de Tennessee y así producir automóviles eléctricos y baterías. Tesla, marca nueva que empieza a destacar en la producción de vehículos eléctricos, recibió 465 millones de dólares.

Siguiendo con Ford, en octubre de 2009 la empresa trataba de recaudar 3 mmd y postergar de 2011 a 2013 el plazo de vencimiento de su línea de crédito renovable por 10.7 mmd; utilizaría una oferta de bonos convertibles para generar 2 mmd y vender algunas acciones para obtener otros un mmd. En el cuarto trimestre de 2009, Ford obtuvo ganancias por 868 millones de dólares; en

igual periodo de 2008 sus pérdidas fueron de casi 6 mil millones de dólares.

Peter Kurer, presidente del banco UBS, anunció que ex directivos del mismo habían devuelto casi 70 millones de francos suizos que habían recibido por concepto de bonos. UBS Financial Services Inc. estaba vendiendo varias sucursales de su red UBS Wealth Management Ameritas. Stifel Financial Corp., informó que su principal filial operativa Stifel, Nicolaus & Company, Inc., alcanzó un acuerdo con la filial de UBS AG para adquirir hasta 55 sucursales. Stifel afirmó que presentaría un pago inicial por adelantado de 27 millones de dólares. Las sucursales son oficinas distribuidas en 24 estados y emplea a 320 asesores de finanzas con cerca de 15 mmd en activos bajo administración. Stifel es una empresa financiera con sede en St. Louis, Missouri [Satelinet, 2009c].

Goldman Sachs Group analiza vender parte de su participación de 4.9% en Industrial & Commercial Bank of China Ltd. (ICBC), medida que le podría dar más de 1 000 millones de dólares. Las negociaciones entre Goldman e ICBC sobre la venta comenzaron a fines de 2008 e incluyen la posible desinversión de entre 15 y 20% de la participación de la compañía de Nueva York en el banco chino. Las participaciones de Goldman en ICBC son de casi 7.5 miles de millones de dólares.

Pimco (Pacific Investment Management Co.), el mayor administrador de fondos, confirmó el 23 de marzo de 2009 que participaría en el plan del gobierno para liberar a los bancos de la mayoría de sus activos en problemas, según afirmó Bill Gross, su fundador: “haremos nuestra parte para servir a nuestros clientes y para promover la recuperación económica”. En septiembre de 2009 la firma vendió su posición en un reciente préstamo de emergencia de CIT Group Inc., en momentos en que la empresa de préstamos comerciales luchaba por evitar la bancarrota. Pimco es el más grande administrador de bonos en el mundo, pues maneja 840 mmd de fondos de pensiones, universidades y otros clientes.

JP Morgan Chase & Co. registró una ganancia de 3.6 mmd, u 82 centavos de dólar por acción en el tercer trimestre de 2009; esto se compara con la ganancia de 527 millones de dólares, o 9 centavos por acción, en igual periodo de 2008. Los ingresos suma-

ron 26.6 mmd en ese trimestre, un aumento de 81% con respecto de los de un año antes.

A partir del 17 de junio, bancos estadounidenses rescatados empezaron a saldar sus deudas con el gobierno. JP Morgan, Goldman Sachs y Morgan Stanley pagaron 45 mmd del préstamo otorgado en el marco del TARP. JP Morgan devolvió 25 mmd con lo que su deuda queda saldada por completo y además pagó 795.1 millones al Tesoro en dividendos de acciones preferentes. Por su parte, Goldman Sachs recompró 10 millones de acciones emitidas al gobierno, con lo que reembolsó al Tesoro 10 mmd que incluye 425 millones de dólares del dividendo de títulos preferentes. Morgan Stanley pagó 10 miles de millones de dólares.

#### Fannie y Freddie

Estas empresas merecen un apartado especial por haber sido creadas por el gobierno, constituyendo lo que se conoce como *government sponsored enterprises*. En uso de las facultades que le confirió el Congreso, el 7 de septiembre de 2008 el secretario del Tesoro adquirió títulos emitidos por las dos mayores empresas hipotecarias semipúblicas: la Asociación Nacional Hipotecaria Federal (Fannie Mae) y la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para Viviendas (Freddie Mac). Un nuevo regulador, la Agencia Federal de Financiamiento de la Vivienda (FHFA) puso a ambas entidades bajo un régimen de administración regulatoria y reemplazó a los administradores anteriores.

Esas empresas compran hipotecas que cumplen criterios estandarizados, las estructuran como valores con respaldo hipotecario reforzados con avales crediticios y luego las venden en el mercado. Además, adquieren títulos vinculados con hipotecas, préstamos y otros tipos de activos para sus carteras de inversión; esas compras las financian emitiendo títulos de deuda a un bajo rendimiento, pues se supone que el Tesoro no las dejaría caer en cesación de pagos.

Estos vehículos de objeto especial del gobierno estadounidense mantenidos fuera de balance, eran de hecho una combinación muy apalancada de aseguradoras de bonos hipotecarios y fondos

de inversión. Los bajos costos de financiamiento que genera el aval implícito de los contribuyentes les servía de incentivo para ampliar sus propias carteras de títulos respaldados por hipotecas, en beneficio de sus accionistas y administradores. También estaban sujetas a menores requisitos de capitalización que las entidades comparables del sector privado [FMI, 2008c].

La principal función de las GSE, Fannie Mae y Freddie Mac, es comprar y titular hipotecas. Las hipotecas titulizadas son vendidas a inversionistas con garantía de pago total del principal e intereses. Además, conservan como inversiones algunas de las hipotecas compradas, y en teoría, ayudan a dar liquidez al mercado secundario al recomprar los MBS. Por su gran dimensión desempeñan un papel muy importante en el mercado de hipotecas residenciales, calculado en 10 billones de dólares, 55% de los cuales está titulizado. Las GSE retienen un portafolio de hipotecas de 1.5 billones de dólares y han titulizado (y de este modo, garantizado el pago de) 3.8 billones de dólares de las hipotecas existentes. Aunque instituciones privadas, las GSE aceptaban cierto control a cambio de una garantía implícita de apoyo gubernamental. Como resultado, las actividades de las GSE se financiaban mediante crédito “barato” puesto a su disposición en los mercados de capital en virtud de esa garantía. La estructura de las GSE llevó al clásico problema de daño moral en el cual el crédito barato y la falta de disciplina del mercado de capital llevan a aceptar riesgos excesivos. Su proporción de apalancamiento es de 25:1 [Jaffee, Van Nieuwerburgh, Richardson, White y Wright, 2008b].

Las GSE han tenido dos claras y negativas influencias sobre el sistema financiero durante la crisis actual. La primera fueron sus inversiones en las áreas *subprime* y *Alt-A*. En 2007, más de 15% de su propio portafolio de hipotecas pendientes fue invertido en activos *non-prime*, cantidad equivalente a 10% del mercado total de esos activos. Estas empresas crearon liquidez “excesiva” y “artificial” en el mercado y provocaron riesgo sistémico que se sumó a la crisis ya en marcha. Tal riesgo sistémico se debía a que: 1) poseían un portafolio tan grande y apalancado de MBS relativamente ilíquidos, que su quiebra hubiera conducido a ventas de pánico de esos activos, que a su vez hubieran infectado al resto del sistema



financiero que mantenía activos similares; 2) eran de los mayores inversionistas en los mercados de capital, con posiciones hipotéticas de 1.38 billones de dólares en *swaps* (permutas) de tasa de interés y 523 mmd en derivados OTC, por lo que presentaban un gran riesgo de contraparte, similar al de Long Term Capital Management (LTCM) en 1998; 3) su quiebra hubiera sido funesta para los mercados hipotecarios de Estados Unidos y para la economía real [Jaffee, Van Nieuwerburgh, Richardson, White y Wright, 2008b].

Y sobrevino la catástrofe; resultó insostenible que las GSE combinaran una misión pública favorecida por una garantía implícita, con una estrategia de maximizar ganancias. En el segundo trimestre de 2009 aumentaron las pérdidas de Fannie Mae por cargos relacionados con créditos por 18 mmd debido al aumento de los incumplimientos en los pagos (por activos tóxicos). La empresa admitió que dependía del gobierno para seguir operando y solicitó otros 10.7 mmd de ayuda como parte del paquete de 200 mmd que se le había extendido. Hasta entonces había recibido 34 mmd. Las reservas para pérdidas aumentaron 13.1 mmd, o casi la tercera parte durante el trimestre, a 54.2 mmd, debido al continuo deterioro en el desempeño crediticio general. La pérdida de Fannie se amplió a 14.7 mmd o 2.67 dólares por acción, frente a los 2.3 mmd o 2.54 dólares por acción de un año antes. Los ingresos aumentaron 41%, a 5.6 mmd [Satelinet, 2009b].

#### b) Unión Europea

A fines de noviembre de 2008, Europa inyectó capital por 260 mmd a empresas y bancos. Todo ello con cargo a sus respectivos contribuyentes y pidiendo prestado a Asia, cuyas naciones invirtieron sus excedentes en deuda, sobre todo de Estados Unidos, para evitar una recesión mundial. La actividad económica en la Unión Europea (UE) se contrajo desde el tercer trimestre de 2008, lo que hacía urgente restaurar la confianza de consumidores y empresas, la estabilidad financiera, el crecimiento y el empleo [Council of the European Union, 2008].

Los mercados financieros, en especial los interbancarios, no funcionaban adecuadamente. La rápida reducción de la inflación

por la disminución en los precios de las materias primas, apoyaba el poder de compra de los consumidores. Por ello, como ya se dijo, el BCE bajó su tasa de referencia.

El 26 de noviembre de 2008, la Comisión Europea emitió un comunicado sobre un “Plan europeo de recuperación económica” como base para diseñar una respuesta europea amplia, coherente y coordinada, tomando en cuenta las características de los Estados miembros; se acordó un paquete equivalente a 1.5% del PIB, 200 miles de millones de euros (mme), para estimular la economía de la región. De los presupuestos nacionales saldrían 170 mme (1.2% del PIB) y de los presupuestos de la UE y del Banco Europeo de Inversiones (BEI), el resto. El plan incluyó 5 mme de financiamiento adicional para el sector automotriz y pagos adelantados a los países miembros hasta por 6.3 mmd provenientes de los fondos estructurales.

Además de la política monetaria y de las medidas para estabilizar el sector financiero, las políticas fiscales son fundamentales para estabilizar la economía. Se instruyó a los Estados miembros de que deberían permitir que los estabilizadores automáticos funcionaran bien, para que ayudaran a sostener la demanda. Al diseñar sus respectivos estímulos fiscales, los miembros de la UE tendrían que tomar en cuenta los efectos de ellos en otros países [Council of the European Union, 2008].

Como en otros países y regiones, el estímulo fiscal produjo déficit muy altos. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) permite flexibilidad, y la situación creada por la crisis financiera y la recesión económica justificaban una expansión presupuestal coordinada en la UE, pero los déficit tendrían que revertirse en el mediano plazo para evitar un deterioro permanente de la posición presupuestal. A fines de 2009 empezaron a aflorar problemas derivados de las enormes deudas gubernamentales.

En el plan europeo destacaba la importancia de financiar a las pequeñas y medianas empresas (Pymes), a la infraestructura y a sectores clave, en especial a los golpeados por la desaceleración. En 2009-2010 el BEI brindó ayuda por 31.2 mme, incrementando la inversión anual de dicho banco a 60-65 miles de millones de euros.

El BEI y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo también incrementaron su financiamiento a los nuevos miembros. Los recursos comunitarios, en especial el Fondo Social Europeo y el Fondo Europeo de Ajuste a la Globalización siguieron apoyando las medidas relacionadas con el empleo en los niveles europeo, regional, nacional y local. En el Consejo Europeo (octubre 15-16 de 2008), se definió una estructura común para lograr la estabilización del sector financiero. Estos planes previeron movilizar 1 800 mme en garantías gubernamentales y 280 mme en esquemas de recapitalización. Se aclaró que en cuanto fuera posible se reemplazaría el capital estatal.

Para proteger los ahorros de los particulares, el Ecofin revisó la directiva en cuanto a los esquemas de garantía de depósitos, incrementando el nivel mínimo de cobertura a 50 000 euros a partir de julio de 2009 y armonizando el nivel de cobertura a 100 000 euros a fines de 2011 [Council of the European Union, 2008].

El Consejo Europeo acordó la creación de una institución europea encargada de vigilar a las agencias calificadoras. Para mitigar los riesgos operativos y de la contraparte y mejorar la transparencia en el mercado de CDS, las operaciones de este mercado deben dejar de ser bilaterales y realizarse en una cámara de compensación.

La crisis hizo evidente lo que muchos analistas señalaron al crearse el euro: una moneda común, además de necesitar un banco central común, que proporciona liquidez, requiere también de una tesorería o secretaría de finanzas (o de hacienda) común para enfrentar los problemas de solvencia. Al carecer de tal institución, cada país miembro tuvo que rescatar a su propio sistema bancario de manera aislada.

Al igual que en otros países, en Reino Unido, país que no pertenece a la eurozona pero de gran importancia en la UE, se redujeron en gran medida tanto el consumo privado como la inversión empresarial. En consecuencia, a finales de octubre de 2009, el BI decidió inyectar 40 mmd a su economía, que se sumaron a los casi 300 mmd que ya había invertido en una versión inglesa del Fobaproa mexicano (aunque seis veces más costoso), un programa de flexibilización cuantitativa para la impresión de dinero, destinado a comprar los bienes de bancos y otras empresas y estimular así la economía.

España, la octava economía del mundo, fue muy golpeada; la falta de crédito, el desempleo y los menores ingresos abatieron la confianza del consumidor. Ante ello, el gobierno español aprobó el 28 de noviembre de 2008 un paquete de 800 millones de euros para respaldar al sector automotriz, como parte de un paquete general de 11 mme para reactivar la economía y el mercado laboral. El plan español para el estímulo de la economía y del empleo, denominado Plan E,<sup>27</sup> incluyó cuatro tipos de medidas: 1) apoyo a particulares y empresas; 2) fomento del empleo; 3) financieras y presupuestales; 4) de modernización de la economía.

En enero de 2009, el gobierno español anunció nuevas medidas para facilitar la inyección de crédito a las empresas y ayudar a los desempleados a pagar sus hipotecas. El plan flexibilizó las condiciones de acceso a estos dos incentivos, aprobados a fines de 2008, para minimizar las repercusiones de la crisis económica en las familias y las pequeñas empresas. A partir del 1 de marzo de 2009 las personas sin empleo pudieron aplazar dos años el pago de 50% de su cuota hipotecaria, que sería costeadada por el Estado. La vicepresidenta, María Teresa Fernández de la Vega, informó que el gobierno amplió de 10 a 15 años el plazo para devolver a las cuentas públicas el dinero invertido.

España es la segunda economía más abierta en Europa, sólo detrás de Alemania, y llevó a cabo un intenso proceso de inversión en los años que precedieron a la crisis, lo que elevó su déficit en cuenta corriente, por lo que depende mucho del financiamiento del exterior. En ese país la tasa de desempleo se acerca a 20% de la población activa.

El Plan E incluyó medidas de apoyo a los bancos y a las cajas de ahorro para garantizar los depósitos de los ciudadanos y que los bancos pudieran prestar a particulares y empresas; comprendió también reformas para modernizar la economía. Se aseguraría el

<sup>27</sup> Al constar de más de 100 medidas de política económica, resultó ser el mayor impulso público dado a la actividad económica española. El plan siguió las directrices acordadas en los planos internacional (cumbres del G-20) y europeo (Programa Europeo de Recuperación Económica), <<http://www.plane.gob.es/que-es-el-plan-e/>>.

alza de las pensiones más bajas y del salario mínimo interprofesional y la protección por desempleo.

Pero el plan apenas si tuvo resultados pues en marzo de 2010 el número de personas sin trabajo era ya de 4.16 millones. Por esas fechas se calculaba que la contracción económica sería de 0.3% en 2010 (3.6% en 2009).

En el cuadro 4 se detalla el monto de los paquetes de estímulo en diferentes países.

Estados Unidos destaca con más de 70% del PIB. Las cifras de Europa son también muy altas y quizás estén subvaluadas por la falta de transparencia y por la forma en que se manejó la crisis.

CUADRO 4. PAQUETES DE ESTÍMULO. PAÍSES SELECCIONADOS APOYO AL SECTOR FINANCIERO (PORCENTAJE DEL PIB)

	A	B	C	D	E	F
Australia	0.00	0.70	0.00	0.00	n.a	0.70
Alemania	3.70	0.40	0.00	0.00	17.60	21.70
Irlanda	5.30	0.00	0.00	0.00	257	262.30
Japón	2.4	6.7	0.00	0.00	3.90	13.00
P. Bajos	3.40	2.80	0.00	0.00	33.70	39.90
Corea del sur	2.50	1.20	0.00	0.00	10.60	14.30
España	0.00	4.60	0.00	0.00	18.30	22.90
R. Unido	3.50	13.80	12.90	0.00	17.40	47.60
Estados Unidos	4.00	6.00	1.10	31.30	31.30	73.70
Argentina	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.90
Brasil	0.00	0.00	0.00	1.50	0.00	1.50
China	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50
India	0.00	0.00	0.00	5.60	0.00	5.60
Rusia	0.10	0.40	2.90	3.20	0.50	7.10
Arabia Saudita	0.60	0.60	0.00	8.20	n.a.	9.40
G-20	1.90	3.30	1.00	9.30	12.40	27.90

Fuentes: *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, OCDE [2009b]; datos a febrero de 2009  
 A) inyecciones de capital; B) compra de activos y préstamos hechos por el Tesoro; C) apoyos del bc con el respaldo del Tesoro; D) provisión de liquidez y otros apoyos por parte del bc; E) garantías; F) total (suma de A+B+C+D+E).

CUADRO 5. PRONÓSTICOS ACERCA DE LA DEUDA GUBERNAMENTAL  
COMO PORCENTAJE DEL PIB  
(ALGUNOS PAÍSES DEL G-20)

<i>País</i>	<i>2007</i>	<i>2014</i>	<i>Incremento 2006-2014</i>
Reino Unido	44.1	99.7	55.6
Japón	187.7	239.2	51.5
Estados Unidos	63.1	112	48.9
Francia	63.8	95.5	31.7
Alemania	63.6	91.4	27.6
Italia	103.5	117.3	13.8
China	20.2	21.3	1.1
Rusia	7.4	7.3	-0.1
Brasil	67.7	62.2	-5.5
India	80.5	73.4	-7.1

Fuente: FMI [2009j], *The State of Public Finances*, julio. Elaboración propia.

De esta manera, otra vez queda de manifiesto que una de las principales consecuencias de las crisis financieras es su efecto sobre las finanzas gubernamentales. Por ejemplo, el costo fiscal neto de la recuperación de la crisis de Thai (1997-1998) fue de cerca de 35% del PIB; el de la crisis turca (2000), 30% del mismo indicador. Para complementar el cuadro 4, en el cuadro 5 aparecen las proyecciones del FMI acerca del endeudamiento de varios países del G-20.

Después de un sesudo análisis basado en una muestra de 40 episodios de crisis, Detragiache y Ho [2010] concluyen que las medidas que son malas para la solidez fiscal se traducen en menor crecimiento de la producción y en un retraso en la recuperación. En otras palabras, las respuestas ante la crisis que son perjudiciales para los contribuyentes, lo son también para la economía. Esto podría deberse a que la presteza para otorgar recursos fiscales puede dificultar los esfuerzos privados para realizar la reestructuración del sector financiero, retrasando por tanto la solución de la crisis.

## COSTO DE LA CRISIS

## a) Costo financiero

Conforme transcurría la crisis, el FMI elevó su estimación de las pérdidas; por ejemplo, las calculadas por el potencial deterioro de los activos crediticios originados en Estados Unidos en poder de los bancos y de otras instituciones, pasaron de 945 mmd en abril de 2008, a 1.4 billones de dólares en octubre de ese año. Como tuvo poco éxito el plan del gobierno de Bush (700 mmd) para que el Tesoro comprase activos en dificultades y reducir así las ventas a precios irrisorios, la situación empeoró, por lo que el FMI elevó su estimación de la citada cifra de 1.4 billones de dólares en octubre de 2008, a 2.2 billones en enero de 2009 y a 2.7 billones en abril de 2009 [FMI, 2009j]. Si se incluyen los activos originados en otros mercados maduros, la cifra llega a 4 billones (Estados Unidos, 2.7 billones; Europa, 1.2 billones; Japón, 149 millones) para los próximos dos años, aproximadamente dos tercios de lo que puede ser tomado por los bancos. Por ello se considera que el crédito total al sector privado en las economías declinará también en 2010. La estimación cubre el periodo que va de la segunda mitad de 2007 hasta 2010 [FMI, 2009k].

Según la consultoría Boston Consulting Group, la riqueza mundial disminuyó 11.7% de 2007 a 2008: de 104.7 billones de dólares a 92.4 billones;<sup>28</sup> la mayor contracción desde 2001, tras los atentados del 11 de septiembre. Europa perdió 5.8% de su riqueza; Estados Unidos y Canadá, 21.8%. En América Latina la riqueza creció 3%. En Estados Unidos y Canadá la parte de la riqueza que está en acciones cayó de 50 a 38%, pero la región aún tiene la proporción más alta de riqueza mantenida en acciones.

Por su parte la revista *Forbes* [2009] informó que la riqueza de las 400 personas más ricas de Estados Unidos se redujo 19% en 2009; es la quinta baja desde 1992, cuando *Forbes* empezó a hacer

<sup>28</sup> La organización midió la riqueza mundial a partir de la suma de todo el dinero administrado por los grupos de inversión.

CUADRO 6. VALOR DE MERCADO DE LOS BANCOS  
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

<i>Banco</i>	<i>2° trimestre 2007</i>	<i>Enero 20, 2009</i>	<i>Caída en su valor (%)</i>
Citigroup	255	19.0	92.55
HSBC	215	97.0	54.88
JP Morgan	165	85.0	48.48
RBS	120	4.6	96.17
UBS	116	35.0	69.83
Santander	116	64.0	44.83
BNP-Paribas	108	32.5	69.91
Goldman Sachs	100	35.0	65.00
Unicredit	93	26.0	72.04
Barclays	91	7.4	91.87
Société Générale	80	26.0	67.50
Deutsche Bank	76	10.3	86.45
Credit Suisse	75	27.0	64.00
Credit Agricole	67	17.0	74.63
Morgan Stanley	49	16.0	67.35

Fuente: Banco Mundial [2009c], "The Global Financial and Economic Storm: How Bad is the Weather in LAC?", Documento de trabajo, Chief Economic Office, Latin America and the Caribbean Region, abril. Elaboración propia.

esa clasificación. Quienes aparecen en los 10 primeros lugares perdieron en los últimos 12 meses 40 mmd.

La destrucción sin precedente que la crisis financiera provocó en el valor neto de los bancos y de los valores de los activos que poseen se puede apreciar en el cuadro 6.

Los fondos de inversión libre (*hf*) y los fondos mutuos experimentaron pérdidas de activos en liquidación, a medida que los inversionistas cambiaban a activos más seguros. Los declinantes precios de los activos, aunados a las amortizaciones, indican que los balances de los fondos de inversión libre se redujeron alrededor de la mitad en el último trimestre de 2008, algo muy grave



para los mercados que obtienen en ellos gran parte de la liquidez que necesitan para seguir funcionando [FMI, 2009i].

En 2009 se repetían algunos de los síntomas que dieron inicio a la actual crisis: incrementos en el precio de metales preciosos y materias primas, préstamos a tasas de interés muy bajas, pero fijas (a diferencia de lo ocurrido la vez anterior), y gobiernos que buscan reducir los efectos inmediatos de la crisis, no solucionar el problema de fondo. Los aumentos en el precio del oro y el petróleo se debían en buena medida no a una mayor demanda, sino, como en 2008, a la depreciación del dólar<sup>29</sup> y a los anuncios del Fed de mantener la TFF cercana a cero. Por eso los inversionistas empezaron a buscar instrumentos de inversión más redituables.

#### *b) Consecuencias sociales*

Este torbellino financiero está dejando tras de sí un daño socioeconómico prolongado y generalizado por sus desproporcionadas consecuencias en la economía real. El sistema económico que provocó altos niveles de desigualdad creó un problema para la sustentabilidad social, política y económica: creciente deuda pública y de los particulares [Naciones Unidas, 2009a].

Los trabajadores, y en general las clases media y baja son los perdedores de la globalización, pues ésta los empobreció. La globalización trajo consigo volatilidad en los ingresos y creciente desigualdad dentro de los países en desarrollo, entre éstos y los desarrollados, y dentro de éstos; ello debido principalmente a que se redujo la progresividad en los impuestos, se debilitaron las redes de protección social y aumentó la “flexibilidad laboral y salarial”. La liberalización de los movimientos de capital, no acompañada en igual medida de la liberalización de los movimientos de la mano de obra; el debilitamiento de los sindicatos, las deficiencias en la gobernanza corporativa y la creciente disparidad entre la compensación de los altos ejecutivos y la de los trabajadores promedio, dio

<sup>29</sup> Entre abril y noviembre de 2009 el euro se revaluó 20%: de 1.25 a 1.485 dólares.

por resultado una tendencia descendente en la demanda agregada en el nivel mundial [Naciones Unidas, 2009a].

En Estados Unidos, la desigualdad se compensó con el endeudamiento de los particulares hasta que llegó a ser insostenible. En la UE se compensó con el sistema de protección social en un contexto de alto desempleo, lo que aumentó los déficit fiscales y la deuda pública. Toda medida económica tiene grandes consecuencias distributivas, tanto dentro como entre países; los rescates y reestructuraciones con que los gobiernos enfrentaron la crisis acentuaron la mala distribución del ingreso, exacerbando uno de los problemas fundamentales que dieron lugar a esta crisis. Por ejemplo, las bajas tasas de interés pueden ser útiles para activar la economía (aunque en esta crisis tal ha ocurrido de manera muy limitada), pero reducen en gran medida el ingreso de los jubilados.

Desde hace años, las autoridades monetarias de muchos países hicieron del control de la inflación condición necesaria y (casi) suficiente para la prosperidad económica. Esto porque a partir de los años noventa el FMI y los países industriales, en especial Estados Unidos, impusieron también en los países emergentes, en los subdesarrollados y en transición la aplicación de esquemas de metas inflacionarias que hicieron caso omiso de las necesidades de desarrollo y de combate a la desigualdad económica y social en esos países. No basta con mantener baja la inflación; es preciso además impulsar el desarrollo económico, mejorar el nivel de vida y lograr un desarrollo sustentable y equitativo que acabe con la marginación [Chapoy, 2005].

De acuerdo con cifras de la FAO [2009a], más de una sexta parte de la población mundial (1 000 millones de personas) padece hambre; 89% se localiza en la región Asia-Pacífico y en África subsahariana. A consecuencia de la crisis alimentaria, se calculaba que en 2009 más de 100 millones de personas se sumarían a la población con hambre, y en Latinoamérica y el Caribe (LAC) la extrema pobreza aumentaría en 3 millones de personas, llegando a 71 millones el número de hambrientos. Los subnutridos pasarían de 45 millones en 2004-2006, a 53 millones en 2009, igual nivel que a principios de los años noventa, lo que indica que se esfumaron los avances logrados en los últimos 20 años.

Al igual que en otros foros internacionales, durante la Cumbre Mundial sobre Seguridad Alimentaria<sup>30</sup> los participantes hicieron promesas que difícilmente cumplirán, por ejemplo: “Nos comprometemos a adoptar medidas encaminadas a erradicar el hambre de manera definitiva y lo antes posible” y “Examinaremos medidas internacionales que no distorsionen los mercados para mitigar los efectos de la volatilidad de los mercados alimentarios sobre los pobres. Alentamos la elaboración de medidas que permitan controlar los efectos de la inestabilidad excesiva de los precios...”; otra más: “Garantizar el compromiso sustancial y duradero de todos los asociados de invertir en la agricultura así como en la seguridad alimentaria y la nutrición, proporcionando de forma oportuna y previsible los recursos necesarios para planes y programas plurianuales” [FAO, 2009a: 1, 5 y 7]. La Alianza Mundial por la Agricultura, la Seguridad Alimentaria y la Nutrición, así como el Comité de Seguridad Alimentaria Mundial, han resultado de poca utilidad.

La restricción crediticia, la caída de las exportaciones y la reducción de las remesas de emigrantes como consecuencia de la crisis financiera, harán que sea imposible alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) de las Naciones Unidas para 2015. La caída de más de 14% en el valor del comercio internacional, y de 11% en su volumen, así como la caída del PIB mundial reducirá el financiamiento a proyectos de desarrollo [Naciones Unidas, 2009b]. Los gobiernos de los países industrializados no han cumplido sus compromisos financieros para ayudar a los países en desarrollo a superar la pobreza extrema y combatir el hambre; el respeto a esos compromisos es más importante que nunca en el contexto de las crisis económica y alimentaria. Hay

<sup>30</sup> Hay seguridad alimentaria cuando todas las personas tienen en todo momento acceso físico, social y económico a suficientes alimentos inocuos y nutritivos para satisfacer sus necesidades alimenticias y sus preferencias en cuanto a los alimentos a fin de llevar una vida activa y sana. Los cuatro pilares de la seguridad alimentaria son: la disponibilidad, el acceso, la utilización y la estabilidad. La dimensión nutricional es parte integrante del concepto de seguridad alimentaria [FAO, 2009a: 1].

un déficit de 35 mmd anuales en los recursos prometidos en 2005 por el G-8.

Al respecto, viene al caso intercalar esta cita de Stiglitz [2009b]: “A los políticos de Estados Unidos les llevó una hora aprobar un plan de 700 mmd para salvar a los bancos. En la última década apenas se ha gastado una décima parte de esa cantidad en ayudar al desarrollo.” Por eso el autor propone un impuesto global a los bancos para compensar las pérdidas que han provocado.

En los países más avanzados el salario medio se estancó en los pasados 25 años; en cambio se vieron favorecidos los quintiles superiores.<sup>31</sup> El nivel oficial de pobreza en Estados Unidos aumentó de 12.5% en 2007 a 13.2% en 2008, el mayor incremento desde 1997. El ingreso medio familiar bajó 3.6% en ese mismo periodo. Por la caída del empleo, el número de personas sin cobertura médica subió de 45.7 millones a 46.3 millones en igual lapso. El índice de pobreza entre los hispanos pasó de 21.5 a 23.2%, y entre la población blanca, de 8.2 a 8.6 por ciento (U.S. Census Bureau, <http://www.census.gov/>).

En plena crisis hubo quienes propusieron combatir el desempleo con medidas tales como reducciones voluntarias de salarios y esquemas de trabajo compartido.

La Organización Internacional del Trabajo (OIT), junto con otras agencias de la ONU, organizó un taller (5 y 6 de marzo de 2009) para analizar el efecto de la crisis en los precios de los alimentos sobre el trabajo digno. De ahí salió la recomendación de varias medidas para alcanzar la seguridad alimentaria mundial y para involucrar a redes de organizaciones de patronos y trabajadores en el desarrollo y aplicación de programas nacionales con ese fin. La OIT acordó trabajar junto con el Equipo de Tareas de alto nivel sobre la crisis mundial de la seguridad alimentaria de la ONU, para asegurar que el trabajo digno fuera parte integral de la respuesta internacional a este problema [OIT, 2009a].

<sup>31</sup> En Estados Unidos, a partir de 2001, cuando subió la productividad de los trabajadores, 96% del crecimiento del ingreso fue al 10% más rico de su población. El restante 90% a duras penas pudo mantener su nivel de vida pidiendo prestado hasta que al estallar la crisis ya no pudo hacerlo.

Ante lo acontecido por la crisis, las autoridades deben adoptar medidas que atiendan al logro del crecimiento y de la estabilidad financiera. Como se desprende de la lectura de la encíclica *Caritas in Veritate* [Benedicto XVI, 2009], no basta con crear una nueva arquitectura financiera internacional; es preciso ir más allá y reformar totalmente la organización económica pues como se ha visto, la actual ha promovido la desigualdad en gran escala. Es responsabilidad de toda la sociedad encontrar una nueva organización política, económica y social que promueva la justicia; para ello es imperativo acabar con el liberalismo sin freno. La crisis surgió por buscar sólo el beneficio, olvidándose de las reglas éticas. Lo acaecido hace ver la necesidad de que el Estado controle el mercado [Benedicto XVI, 2009]. Es también de crucial importancia que la respuesta a la crisis incluya transformar el actual modo de crecer, reduciendo la sobreexplotación de los recursos naturales, en particular de las reservas petroleras, lo que implica modificar los hábitos de consumo [Naciones Unidas, 2009b].

Los estímulos fiscales son manejados en parte con criterios políticos, no necesariamente efectivos, lo que puede traer problemas a más largo plazo. Es difícil, aun para los economistas, predecir la reacción de las economías del mundo a esas acciones.

Con frecuencia, al decidir su política nacional, sobre todo las naciones sistémicamente importantes, no toman en cuenta los efectos que la misma puede tener sobre otros países. Irónicamente, mucho del esfuerzo para coordinar la política económica internacional se centra en poner restricciones sobre los países cuyo desempeño no es sistémicamente importante. La aplicación de medidas proteccionistas para mejorar las condiciones propias a costa de los socios comerciales, es un ejemplo del efecto negativo de las externalidades sobre la recuperación de la crisis. Aunque el G-20 en su junta de noviembre de 2008 pidió no aplicar medidas proteccionistas, casi todos sus miembros lo hicieron.<sup>32</sup> Es especialmente grave el proteccionismo contra los países en desarrollo [Naciones

<sup>32</sup> Stiglitz [2010] señala que 17 de los 20 miembros del G-20 introdujeron medidas proteccionistas meses después de su primera reunión (noviembre de 2008). El caso más notable fue el *Buy America*, aplicado por Estados Unidos.

Unidas, 2009b]. También hubo proteccionismo en los mercados financieros, en especial respecto a la inversión extranjera directa (IED), pues los paquetes de apoyo financiero incluyen medidas para favorecer artificialmente el préstamo local u otras actividades [FMI, 2009a]; frente a esto, la coordinación internacional es necesaria para evitar “desviaciones locales” que favorezcan a las instituciones nacionales o que alienten la concesión de crédito local en detrimento del concedido a otros países.<sup>33</sup>

Los países desarrollados han apoyado con cuantiosos recursos a las empresas locales; disponen así de menos dinero que aportar a los ya de por sí escasos recursos para ayuda oficial al desarrollo. Otras medidas para responder a la crisis también son proteccionistas. Los bancos transnacionales que han recibido apoyo de su gobierno, reducen sus préstamos a los países subdesarrollados para asegurar que se incremente el préstamo local. Esto exacerba las asimetrías de larga data en el funcionamiento de los mercados financieros globales [Naciones Unidas, 2009b].

Muchos países dependen de los bancos extranjeros, los que al estallar la crisis repatriaron capital de sus sucursales en países subdesarrollados, con severos efectos en éstos. Además, muchos países subdesarrollados participan en acuerdos o instituciones que los obligan a limitar su capacidad de regular instituciones e instrumentos financieros o a controlar los flujos de capital [Naciones Unidas, 2009b].

La magnitud del incremento en los precios de la energía en 2008 aumentó los precios de los alimentos, lo que a su vez redujo el poder de compra de muchos países. Hubo transferencias de ingreso de quienes sufrieron por el incremento en los precios a quienes se beneficiaron de ello, debilitándose así la demanda agregada global y agudizándose los desequilibrios globales.

Justin Lin, primer vicepresidente de Economía del Banco Mundial, señaló que los países más pobres, que dependen de donaciones o préstamos subvencionados, pueden llegar a necesitar entre

<sup>33</sup> A principios de los años noventa se pensaba que la presencia de bancos internacionales era una “garantía” de contar con “préstamos de última instancia” de la matriz a las subsidiarias locales. Desde la crisis argentina (2001) se sabe que eso es falso [Vial, 2009].

35 y 50 mmd en financiamiento sólo para mantener los programas sociales iniciados antes de la crisis. Se calcula que en 2010, a causa de la crisis, unos 64 millones de personas más vivirán con menos de 1.25 dólares al día, esto es caerán en la pobreza extrema [Banco Mundial, 2010a].

En el caso concreto de México, en 2010 más de la mitad de los mexicanos (57.2 millones de personas) vivía en algún tipo de pobreza y una cuarta parte (26 millones) en pobreza extrema. Estos últimos ni siquiera podían comprar una canasta básica; 16 millones vivían en el campo y 10 millones en las ciudades. En México no se registraban tales niveles de pobreza desde 1995 [Sedesol, 2009].

Entre 2000 y 2008, 60 millones de personas en LAC salieron de la pobreza (4 dólares diarios ajustados por la paridad de poder adquisitivo, PPA). En cambio en 2009, entre 9 y 10 millones de personas se volvieron pobres en comparación con 2008, y entre 14 y 15 millones comparados con lo que hubiera pasado si LAC hubiese crecido 4.3% en 2009, como en años anteriores. La pobreza hubiera crecido aún más de no haberse mantenido los programas de asistencia social, notables en Chile. Se esperaba que el número de desempleados en el sector formal aumentara 3 millones en 2009 en los siete países más grandes de LAC; los países más golpeados en este aspecto son Brasil, Chile y México. Como la crisis se transmitió principalmente por el comercio internacional, perjudicó sobre todo a sectores económicos integrados a la cadena de producción internacional, por lo que ha resultado muy afectada la clase media de LAC [Banco Mundial, 2009a].

Una de las lecciones que dejó la crisis fue que la liberalización comercial y financiera no condujo a un crecimiento sostenible al mundo subdesarrollado; los países que menos padecieron las consecuencias de la crisis fueron los que asignaron un papel económico al Estado, aunque alentando la inversión del sector privado en capacidades productivas y creación de trabajo.

Lo anterior hace reflexionar sobre la imperiosa necesidad de corregir las deficiencias de los mercados financieros y reorientarlos, ahora sí, hacia el financiamiento para el desarrollo, conforme a lo acordado en la Cumbre de Monterrey (2002) y reiterado en la se-

gunda reunión del G-20 (abril de 2009). Ello se hace más necesario ante el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales; aun reconociendo las dificultades que implicaría, es preciso desarrollar los mercados locales de capital. Si bien los países subdesarrollados registraron un crecimiento relativamente alto en el periodo de expansión crediticia mundial, como se ha visto a lo largo de este trabajo, esas condiciones financieras eran insostenibles.

### Empleo mundial

Atención especial merece el aspecto laboral, de tan amplias y profundas consecuencias sociales y políticas. La OIT [2009a] calculaba que en el ámbito mundial podrían desaparecer hasta 51 millones de empleos para finales de 2009, lo que equivaldría a una tasa de desempleo mundial de 7.1%. Este sería el peor escenario económico. En los países avanzados, la tasa de desempleo podría ser superior a 10% en 2010 (véase el cuadro 7).

Coincidiendo con esto, la OCDE [2009c] estimaba que a fines de 2010 los desempleados en sus países miembros llegarían a 57 millones, con lo cual la tasa de desocupación ahí se acercaría al 10% mencionado por la OIT; la cifra de desempleados fue de 37.2 millones a fines de 2008, y la tasa promedio de desempleo, de 6.8%. Esa tasa registró su más reciente mínimo en el último trimestre de 2007 (5.5%), cuando el número de desempleados fue de 31.6 millones. Hay el riesgo de que gran parte del aumento en el desempleo se convierta en estructural. España, Irlanda y Estados Unidos son los países más afectados.

La tasa de desempleo en la OCDE fue de 8.8% en noviembre de 2009, 2.1 puntos porcentuales más que un año antes; en la eurozona, 10%, al igual que en Estados Unidos. Japón (5.2%) fue de los países con menor tasa de desocupación junto con Corea del Sur (3.5%) y Países Bajos (3.9%). Las tasas más altas se registraron en España (19.4%), Eslovaquia (13.6%) e Irlanda (12.9%) [OCDE, 2009d].

Por desgracia, la recuperación del empleo sigue con considerable retraso a la reanudación del crecimiento económico, pues para crear nuevas fuentes de trabajo se requiere de confianza en el



CUADRO 7. TASA DE DESEMPLEO ESTADOS UNIDOS, EUROZONA Y JAPÓN

	<i>Periodo</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Eurozona</i>	<i>Japón</i>
	2000	4.0	8.46	4.72
	2001	4.7	8.03	5.03
	2002	5.8	8.42	5.36
	2003	6.0	8.81	5.25
	2004	5.5	8.98	4.72
	2005	5.1	8.97	4.43
	2006	4.6	8.37	4.13
	2007	4.6	7.49	3.85
2008	Trimestre I	5.2	7.23	3.83
	II	5.7	7.37	4.03
	III	6.0	7.60	4.03
	IV	7.1	8.00	4.03
2009	Trimestre I	9.0	8.80	4.43
	II	9.7	9.30	5.20
	III	9.5	9.63	5.47
	IV	9.7	9.87	5.23
	Estimación para 2010 <sup>a</sup>	9.41	10.52	5.07

<sup>a</sup> Estimación realizada por el FMI.

Fuentes: Labor Force Statistics from the Current Population Survey, FMI, datos consultados en abril de 2010. Elaboración propia.

futuro y mayor demanda que reduzca los inventarios. Andolfatto y MacDonald [citados en Khang, 2009: 27] proporcionan información contundente de que tras las dos más recientes recesiones en Estados Unidos, el crecimiento del empleo ocurrió varios trimestres después de la recuperación del PIB. Blanchard [citado en Khang, 2009: 28] sostiene que “El crecimiento de la producción va a ser bajo; el de la productividad, normal, y el del empleo, muy pequeño.”

Según la OIT, unos 200 millones de trabajadores, la mayoría en los países subdesarrollados, caerán en la pobreza debido a la crisis. Incluso en algunos países industriales, millones de particulares se enfrentaban a la amenaza de perder sus hogares y el acceso a los servicios de salud, y crecía la inseguridad y ansiedad de las personas de edad avanzada al ver esfumarse los ahorros de toda su vida por el colapso en el precio de los activos.

La crisis económica mundial afectó de manera severa a los 1 500 millones de asalariados de todo el mundo, pues en 2009 los salarios reales crecieron cuando mucho 1.1% (1.7% en 2008). En los países industrializados el crecimiento de los salarios bajaría de 0.8% en 2008 a 0.5 en 2009. La recesión económica y los precios inestables de alimentos y energéticos erosionarán el salario real, mayormente en los hogares pobres. La clase media también se verá muy afectada [OIT, 2009b].

De los 30 miembros de la OCDE, 22 han adoptado diversas modalidades de programas de jornada parcial, destacando la versión alemana, la *Kurzarbeit*.

La Conferencia Internacional del Trabajo, con asistencia de representantes de gobiernos, empleadores y trabajadores de los países miembros de la OIT, adoptó (Ginebra, 19 de junio de 2009) el documento titulado “Para recuperarse de la crisis: Un pacto mundial para el empleo”, el cual promueve una recuperación productiva centrada en la inversión, el empleo y la protección social, con vistas a reducir el periodo que suele transcurrir entre la recuperación económica y la recuperación del empleo [OIT, 2009d]. El Pacto da especial atención a los países subdesarrollados, en particular a los que tienen un escaso margen fiscal y de medidas para actuar ante la crisis; por eso el Pacto apela a los países donantes y a los organismos multilaterales para que proporcionen recursos a los países subdesarrollados. Todos los países, así como las organizaciones internacionales, deben trabajar unidos para lograr un crecimiento orientado a crear empleo y a promover la cohesión social. En el Pacto destacan cuatro áreas: 1) un marco regulador y de supervisión financiera al servicio de la economía real, las empresas sostenibles y el trabajo decente; 2) comercio y mercados

eficientes y bien regulados que redunden en beneficio de todos, sin proteccionismo, pero dando atención a los países de bajos ingresos; 3) la transformación de la economía para respetar el medio ambiente; y 4) un tipo de desarrollo sostenible que permita que todos los países –incluso los subdesarrollados– pongan el empleo y la protección social en el centro de sus políticas económicas, sociales y de reducción de la pobreza, con el apoyo internacional. Desgraciadamente los acuerdos en este tipo de organizaciones nunca llegan a cumplirse.

La OIT señala también que el desempleo juvenil en el ámbito internacional subió de 12 a 15% entre 2008 y 2009. En España, la tasa de desempleo entre los adolescentes y adultos jóvenes llega a casi 40 por ciento.

Un caso patético es el de Sudáfrica, la mayor economía del continente, en donde 25% de la población carece de trabajo (Agencia Estatal de Estadística de Sudáfrica, Statssa) a consecuencia de su primera recesión en casi dos décadas. El panorama en los países subdesarrollados es más difícil de cuantificar por la falta de estadísticas confiables.

Los niveles de informalidad varían mucho entre países y van de 30% en algunos de América Latina a más de 80% en otros de África al sur del Sahara y de Asia meridional [OIT/OMC, 2009].

Se calculaba que la actual crisis hará que en LAC, las personas en situación de pobreza pasen de 180 a 189 millones en 2009 (34% de la población) y los indigentes de 71 a 76 millones (13.7% de la población). Esto indica un cambio en la tendencia de reducción de la pobreza que registró la región entre 2002 y 2008, cuando 41 millones de personas superaron la pobreza gracias al mayor crecimiento económico, la expansión del gasto social, el bono demográfico y las mejoras distributivas [Cepal, 2009].

A pesar de la recuperación económica, la desaceleración en el mercado laboral iniciada en 2008 continuaba en el primer trimestre de 2010. Se registraron también un aumento del empleo informal y de la pobreza en algunos países emergentes y en desarrollo, y un bajo crecimiento de los salarios reales en casi todos los países [OIT, 2010].

En 2009, las 500 empresas más grandes de Estados Unidos eliminaron 821 000 empleos, aun cuando sus ganancias colectivas se triplicaron; sus ventas cayeron 8.7 por ciento [*Fortune*, 2010].

#### ECONOMÍA MUNDIAL

Tras analizar más de 120 recesiones y recuperaciones ocurridas en el mundo desde 1960, expertos del FMI concluyeron que la coincidencia de una crisis financiera y de una recesión mundial sincronizada provoca una caída de la producción de gravedad y duración inusuales [FMI, 2009b]. Fue así que de 2007 a 2008, la economía mundial redujo su crecimiento de 5% a 2.8. Las economías de ingresos bajo y mediano crecieron más rápidamente que las de ingreso alto, al aumentar su participación en el producto mundial en más de un punto, a 43.3%. El comercio se redujo en todas las regiones, excepto en Asia meridional; los países en desarrollo representaron 33% de las exportaciones de mercancías y 21% de las de servicios. Los países de ingreso bajo sólo aportaron 1% de las exportaciones mundiales [Banco Mundial, 2010b].

Desde principios de 2009, en varios países avanzados había riesgos de deflación [FMI, 2009]. La caída de la demanda agregada, mientras la oferta agregada potencial aumentaba por la inversión excesiva de China y otros mercados emergentes, redujo la inflación. El desempleo creciente hizo bajar los salarios. Roubini [2008] sentenció que habría “estancamiento con deflación”; por la trampa de la liquidez<sup>34</sup> y por la deflación de la deuda.<sup>35</sup> Ya se ha visto que el temor de los BC a la deflación se compensó vía más inyecciones de liquidez por medio de programas de estímulo y medidas de apoyo financiero.

<sup>34</sup> Se habla de “trampa de liquidez” cuando las tasas de referencia de los BC (o tasas objetivo) son tan bajas, que la política monetaria tradicional deja de ser efectiva.

<sup>35</sup> Deflación de la deuda es el aumento del valor real de las deudas nominales, que aumenta el riesgo de quiebra de particulares, empresas, instituciones financieras y gobiernos.

A medida que los inversionistas repatriaron sus activos en el extranjero y aumentó la contracción crediticia, las empresas de todo el mundo restringieron su producción y pospusieron sus planes de inversión. Ante la pérdida de riqueza y el aumento del desempleo los consumidores recortaron su gasto, en especial el destinado a bienes durables.

La actividad económica en todos los países ricos se contrajo de manera significativa, siendo Japón el más afectado; la tormenta no tardó en expandirse hacia la periferia, esto es a los países emergentes y subdesarrollados, que sufrieron por la escasez mundial de crédito que impide a empresas y particulares realizar sus actividades económicas y por la contracción de sus exportaciones. La retroalimentación entre la debilidad económica y la fragilidad de los sistemas financieros ocurrió a una velocidad y magnitud inauditas.

En octubre de 2008, la eurozona, Japón y Reino Unido cayeron en recesión, cuando, oficialmente, sus respectivos PIB registraron dos trimestres consecutivos a la baja. En cuanto a Estados Unidos, el National Bureau of Economic Research informó que el país había caído en recesión desde el cuarto trimestre de 2007, pero la actividad económica se debilitó aun más a partir de octubre de 2008.<sup>36</sup> El PIB combinado de los 30 miembros de la OCDE cayó 1.5% en el cuarto trimestre con respecto del tercero, acumulándose dos trimestres consecutivos de contracción, lo que indicó que los países de la OCDE estaban en recesión. Fue la mayor contracción trimestral desde que el organismo compila esos datos (1960). Entre los países del G-7, Japón registró la mayor caída (3.3%, 12.1% a tasa anualizada), el triple de Estados Unidos, que experimentó la menor caída del grupo. En otros países la caída fue aún peor en ese cuarto trimestre: el PIB de Corea cayó 21% y el de Taiwán, 25% (a tasa anualizada).

<sup>36</sup> La economía de Estados Unidos alcanzó a crecer 1.3% en 2008, a pesar de haber caído 0.5% en el tercer trimestre y 6% en el cuarto (a tasas anuales y en términos reales); en 2007 creció 2% [Bureau of Economic Analysis, 2008, enero]. Sobre todo por la depresión del consumo, su PIB real retrocedió 5.7% en el primer trimestre de 2009, <[http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnews release.htm](http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnews%20release.htm)>. En términos nominales, el PIB ascendía a 14.1 billones de dólares al 31 de marzo de 2009; seis meses antes fue de 14.4 billones.

En el tercer trimestre de 2009 la economía estadounidense creció a su nivel más alto en dos años: 3.5% en términos anuales, aunque en comparación con igual trimestre de 2008, cayó 2.32% [Commerce Department, 2009]. El crecimiento de 3.5% se debió a que aumentaron el consumo de los particulares, las exportaciones, el gasto gubernamental, la inversión en el sector residencial y el gasto del sector privado; ello se consideró una clara señal del principio, aunque incipiente, de la recuperación. El PIB pasó así de 14.15 billones a 14.30 billones de dólares, 1.69% menos que en el tercer trimestre de 2008 cuando el PIB era de 14.546 billones. Considerando la inflación, el PIB registró una caída de 2.32% al pasar de 13.324 billones a 13.014 billones. Estados Unidos cayó 2.3% en 2009, la peor caída desde 1946.

Así pues, la crisis global alcanzó su fase más devastadora en el cuarto trimestre de 2008 y primeros meses de 2009, cuando el cierre de los mercados de crédito desactivó todos los motores económicos del crecimiento mundial. Ningún país o región escapó de los efectos de la crisis, transmitidos de manera muy sincronizada

CUADRO 8. TASA DE INFLACIÓN ANUAL. PAÍSES SELECCIONADOS

<i>Periodo</i>	<i>Mundial</i>	<i>Unión Europea</i>	<i>América Latina y el Caribe</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Japón</i>
2000	4.56	3.12	9.00	3.40	-0.78
2001	4.26	2.99	6.10	2.80	-0.69
2002	3.54	2.51	12.20	1.60	-0.89
2003	3.72	2.20	8.50	2.30	-0.30
2004	3.58	2.34	7.40	2.70	0.00
2005	3.77	2.29	6.10	3.40	-0.30
2006	3.71	2.32	5.00	3.20	0.30
2007	4.01	2.38	6.50	2.80	0.00
2008	5.97	3.68	8.20	3.80	1.40
2009	2.45	0.92	4.50	-0.40	-1.38

Fuentes: FMI y Cepal, consultadas en abril de 2010. Elaboración propia.

sobre todo por el comercio internacional, los canales del crédito, los precios de las materias primas y las remesas. Sólo las cuantiosas intervenciones estatales pudieron evitar el desplome total de la intermediación financiera [Banco Mundial, 2009a].

El PIB de la OCDE se estabilizó en el segundo trimestre de 2009 después de una caída de 2.1% en el primero. El organismo informó en un comunicado que el PIB de sus miembros en ese trimestre retrocedió marginalmente: 0.02% respecto al periodo precedente, con sus variantes de un país a otro. Por ejemplo, Japón creció 0.9%, Francia y Alemania, 0.3%; en cambio Estados Unidos y Reino Unido se contrajeron 0.3 y 0.8%, respectivamente. A igual periodo de 2008, el PIB de la eurozona tuvo en ese trimestre un retroceso de 4.6% y Estados Unidos, de sólo 1.4 por ciento.

La inflación mundial registró una tendencia al alza entre 2006 y mediados de 2008, como resultado, entre otras cosas, del alza en los precios internacionales de las materias primas (véase el cuadro 8). Al agudizarse la retroalimentación entre los mercados financieros y la economía real, la inflación empezó a disminuir hacia el segundo semestre de 2008 en las naciones desarrolladas, y hacia finales del año en los países emergentes, habiendo diferencias entre ellos en cuanto a la magnitud y velocidad de dicha disminución. En las economías avanzadas se redujo a un ritmo más acelerado que en los países emergentes de América Latina, de Asia y de Europa oriental.

CUADRO 9. IMPORTACIONES DE ALGUNOS PAÍSES DEL G-7

<i>País</i>	<i>1-Ago-08</i>	<i>1-Mar-09</i>	<i>1-Ago-09</i>
Francia	60.30	42.20	45.00
Italia	47.70	32.00	33.80
Reino Unido	54.60	36.60	38.50
Estados Unidos	188.50	120.70	129.30
G-7	551.70	373.40	384.80

Fuente: OCDE [2009], International Trade Statistics, París, OCDE, 23 de octubre. Miles de millones de dólares ajustados estacionalmente a precios y tipos de cambio corrientes.

Por el aumento del desempleo, el consumo se debilitó o se redujo en países que gastaban mucho (Estados Unidos, Reino Unido, España, Irlanda, Australia, Nueva Zelanda) y no aumentó lo suficiente como para compensar la reducción de sus exportaciones netas en países que suelen ahorrar mucho (China, Asia, Alemania, Japón). Hubo así una disminución mundial de la demanda global en comparación con la saturación de la capacidad de oferta, lo que dificulta una sólida recuperación económica mundial [Roubini, 2009d].

En el cuadro 9 se aprecia cómo redujeron sus compras en el exterior algunos países del G-7; entre agosto de 2008 y marzo de 2009, sus importaciones disminuyeron entre 30% (Francia) y 36% (Estados Unidos), siendo el promedio del G-7 de 32.3 por ciento.

Canadá, Australia y Nueva Zelanda sufrieron los efectos negativos en la relación de intercambio, la reducción de la riqueza privada, y en el caso de Canadá, una menor demanda de Estados Unidos. Sin embargo, tras años de una política fiscal prudente y de una regulación más conservadora del sistema financiero, esas naciones estuvieron en mejores condiciones que Estados Unidos y Europa para enfrentar la crisis.

Estabilizar los mercados financieros tomó más tiempo que el estimado en un principio; las condiciones financieras en los mercados maduros mejoraban lentamente, conforme disminuían las preocupaciones por la insolvencia, al haber más claridad sobre las pérdidas en activos malos e inyecciones de capital público, y al reducirse los riesgos de contraparte y la volatilidad del mercado.

La dificultad de predecir el efecto de la crisis global sobre el crecimiento económico se hizo evidente por los frecuentes ajustes a la baja sobre las proyecciones globales, regionales y nacionales. Fue en septiembre de 2009 cuando por primera vez los pronósticos de crecimiento del PIB para ese año se revisaron al alza. Finalmente, en enero de 2010 el Banco Mundial [2010a] dio a conocer cifras sobre el PIB en 2009. En ese año el PIB mundial disminuyó 2.2%; en el caso de los países subdesarrollados, hubo un crecimiento de 1.2%; por el contrario, el PIB de los países ricos disminuyó 3.3 por ciento.



Los precios al consumidor en los países de la OCDE cayeron 0.3% en el año concluido en septiembre de 2009. Los precios al consumidor por energéticos cayeron casi 14% en ese periodo y los de alimentos, 0.4%. Excluyendo alimentos y energía, los precios al consumidor se elevaron 1.5% en ese periodo [OCDE, 2009a].

El colapso de las exportaciones de los países de ingreso alto acentuó la contracción de la demanda interna en esos mismos países. Los estrechos vínculos mundiales entre el comercio de manufacturas y el gasto de capital necesario para sostener la actividad económica se convirtieron en un círculo vicioso. El volumen de las exportaciones de bienes de Japón cayó 40% en enero de 2009 respecto al año anterior; el de Taiwán, 30% y el de Singapur, 25%. La reducción de la producción industrial tuvo una magnitud similar en esos países.

En términos generales, podría decirse que a finales de 2009 se había iniciado el proceso de recuperación económica en escala mundial; se adelantaba que en los países más desarrollados esa recuperación no sería pareja en sus primeras etapas. Los estímulos gubernamentales para reactivar la economía, las mejores condiciones financieras y el aumento de la demanda fueron neutralizados en parte por fenómenos tan serios como las crecientes tasas de desempleo, persistentes resacas de las burbujas de la vivienda y de la crisis financiera, y el temor ante la casi inminente reducción paulatina de los estímulos fiscales. En consecuencia, se avizoraba que el PIB global crecería 2.8% en 2010 —mucho si se compara con la caída de 2% en 2009—, pero muy debajo del 3.5-4% de la tasa de la tendencia de crecimiento de la economía mundial.

La recuperación económica de Estados Unidos será lenta,<sup>37</sup> pero lo será aún más en Europa y Japón, donde las recesiones fueron más severas que las de aquel país. Las economías de la eurozona y del Reino Unido se espera que crezcan 0.9% y 0.8%, respectivamente en 2010. Islandia, Irlanda y España seguirán contrayéndose en 2010 a medida que se agraven sus problemas de deuda sobera-

<sup>37</sup> Al concluir el primer trimestre de 2010, el sector industrial estadounidense crecía con menor rapidez que meses antes, pues el empleo no se recuperaba y el sector de la construcción seguía débil [Fed, 2010].

na. Se calcula que Japón crecerá 1.4%. El alto desempleo es uno de los principales obstáculos al gasto de los particulares [Banco Mundial, 2010a].

Los fuertes estímulos fiscales, en particular los de Estados Unidos y China, ayudaron en 2009 a aminorar los problemas. Aunque al parecer se ha superado la crisis, la mayoría de los países no planea estímulos ulteriores, y van a empezar a ser retirados.

La inflación seguirá bajo control. El creciente desempleo impedirá incrementos salariales, y el exceso de capacidad a escala mundial hará que los empresarios piensen dos veces antes de elevar los precios. Sólo habrá presiones inflacionarias en los países que crezcan rápidamente (como los asiáticos) y en los que vinculan sus monedas al dólar (Medio Oriente y Asia).

Continúa alta la probabilidad de una recaída, o recuperación en forma de *W*. Este fenómeno podría ser detonado por un prematuro endurecimiento de las políticas fiscal y/o monetaria, una mayor contracción en el gasto de los consumidores a causa del creciente desempleo, una aguda y sostenida elevación en los precios del petróleo (por una perturbación de la oferta o por una mayor actividad especulativa) y la quiebra de algunas grandes instituciones financieras, ya que continúan los problemas en los mercados financieros. Una combinación de estos factores podría hacer que el crecimiento global volviera a ser negativo [Behraves, 2009].

En *Global Economics Perspectives* [Banco Mundial, 2010a], se advierte que puede haber pasado lo peor de la crisis financiera, pero la recuperación mundial es en extremo frágil. De acuerdo con ese informe, las consecuencias de la crisis cambiarán el panorama del financiamiento y el crecimiento en los próximos 10 años.

De manera inevitable, en los próximos cinco o 10 años las condiciones financieras internacionales serán más estrictas, por lo que los países subdesarrollados verán aumentar el costo de su deuda y dispondrán de menos crédito, al reducirse los flujos internacionales de capital. Ello por la mayor aversión al riesgo, las normas reguladoras más prudentes y el indispensable freno a las riesgosas prácticas crediticias surgidas al amparo de la expansión crediticia que precedió a la crisis. Se calcula que las entradas de IED disminuirán de 3.9% del PIB registrado en los países subdesarrollados en

2007, a 2.8-3% a mediano plazo. Esta situación es muy grave si se considera que la IED constituye el ¡20%! de las inversiones totales en África al sur del Sahara, Europa y Asia Central, y América Latina.

#### *Sector inmobiliario de Estados Unidos*

Antes de la burbuja inmobiliaria se vendían alrededor de un millón de casas nuevas. Al reducirse las tasas de interés (2001-2003), se disparó la concesión de préstamos hipotecarios y en 2005 se vendieron casi 1.3 millones de casas nuevas al año. En 2009 se vendieron 374 000, 23% menos que en 2008 (485 000). La mediana de los precios de las viviendas nuevas descendió de 229 600 dólares en diciembre de 2008, a 221 300 dólares un año después (3.6% menos). En la economía estadounidense el sector inmobiliario representa menos de 12% de su PIB, y los sectores industrial y de servicios, más de 70 por ciento (véase el cuadro 10).

Obama dio gran importancia a estabilizar el mercado hipotecario para que los propietarios pudieran quedarse con sus casas; supuestamente, hasta 40% de las hipotecas podrían refinanciarse. Aunque se atendió el problema de las hipotecas en dificultades y se aplicaron varios programas para resolverlo, no tuvieron éxito por estar mal diseñados [Caplin y Cooley, 2008].

La recuperación del sector inmobiliario<sup>38</sup> se basa en bajas tasas de interés y en el programa de estímulos gubernamentales, lo que la hace muy frágil. Como los efectos de ese programa son temporales, la situación podría revertirse en el futuro inmediato. El Fed y el Departamento del Tesoro extendieron hasta el 31 de marzo o al 30 de junio de 2010 el TALF, el cual no tuvo el éxito que esperaban las autoridades. El objetivo prioritario del programa era reactivar el crédito al consumo y el mercado inmobiliario, dando financiamiento en condiciones convenientes a inversionistas dispuestos a comprar ese tipo de activos, gracias a los cuales los organismos crediticios se refinancian.

<sup>38</sup> La burbuja que empezaba a crearse, de proporciones mucho menores, es considerada por el Fed como un “efecto secundario” de menor importancia cuando lo que importa es la recuperación económica.

CUADRO 10. VENTA DE CASAS NUEVAS EN ESTADOS UNIDOS, POR PRECIO DE VENTA  
(MILES DE CASAS Y DE DÓLARES)

Periodo	Total	Menos de 125 000	125 000 a 149 999	150 000 a 199 999	200 000 a 249 999	250 000 a 299 999	300 000 a 399 999	400 000 a 499 999	500 000 a 749 999	750 000 y más
2002	973	157	138	237	139	107	106	47	31	12
2003	1 086	150	146	264	148	112	142	56	51	17
2004	1 203	133	137	254	181	131	165	90	82	31
2005	1 283	104	122	246	200	152	203	111	99	45
2006	1 051	64	97	208	162	138	174	84	80	43
2007	776	38	68	162	125	102	121	65	62	32
2008	485	31	46	106	86	63	69	35	31	18
2009	374	26	41	97	65	48	45	23	19	10

Fuente: Commercial Department of United States of America, consultada en abril de 2010.  
Elaboración propia.

## MERCADOS DE VALORES Y MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

*a) Mercados de valores*

A causa del deterioro económico y los pronósticos empresariales a la baja, entre el último día de operaciones de octubre de 2008 y el último de noviembre la incertidumbre imperó en las bolsas europeas, que se movieron así: EuroStoxx 50, -6.89%; CAC40 (Francia), -7.52%; IBEX (España), -3.48%; DAX (RFA), -7.11% y el FTSE (Reino Unido), -3.49 por ciento.

En igual periodo, los cambios en los mercados asiáticos fueron: Kospi (Corea del Sur), -4.69%; Nikkei (Japón), -6.61%; Hang Seng (Hong Kong), -3.18%; CSI300 (China) tuvo un incremento mensual de 10.67%, gracias al plan de estímulo económico y a la baja en las tasas de interés. Bovespa (Brasil), -4.32%; el mes anterior perdió 24.8 por ciento.

Según el Global Broad Market Index de Standard & Poor's, que incluye los 46 principales índices bursátiles del mundo, el desempeño tumultuoso de los mercados bursátiles en 2008 llevó a la pérdida de 17 billones de dólares en todo el mundo. Los índices de los mercados emergentes cayeron casi 55% y los de los países desarrollados alrededor de 43% en todo el año, según S&P. Las pérdidas, en muchos países las más graves desde la Gran Depresión, se atenuaron en alguna medida por una modesta recuperación en diciembre en 19 de los 21 mercados emergentes y 22 de los 25 mercados desarrollados. Entre los mayores perdedores estuvieron los de los países BRIC: Brasil, -57%; Rusia, -74%; India, -64.5%; China, -53 por ciento.

Al 20 de abril de 2009, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) acumulaba una pérdida marginal en el año de 0.65% y una ganancia de 5.1% en dólares, al situarse en 22 234.84 unidades. En seis semanas ganó 30.46% al pasar de 17 043.44 el 6 de marzo, a más de 22 000 puntos al cierre de la semana 13-17 de abril (en la que registró un alza de 8.3%). En lo que iba de abril registraba un avance de 13.28% nominal y de 23.9% en dólares; al concluir 2009, siguiendo la tendencia de las bolsas en todo el mundo, la BMV cerró en 32 120 puntos.

Después de que el Bank of America declaró (20 de abril de 2009) que el deterioro de la calidad crediticia ponía en peligro la recuperación de la banca de Estados Unidos, los mercados accionarios mundiales cayeron,<sup>39</sup> incluyendo a la BMV. Bank of America en su informe del primer trimestre de 2009 destacó que hizo provisiones de 13.4 mmd por su cartera vencida (8.5 mmd el trimestre anterior).

En meses posteriores el mercado de Nueva York registró ganancias, pues algunos resultados bancarios fueron mejores de lo esperado. Como el Fed señaló que dejaría la TFF en 0.25% por un largo periodo, los mercados de valores fueron al alza. Mantener baja la tasa libre de riesgo, hace más atractivo invertir en bolsa. Ello implica un dólar poco atractivo, lo que aumenta el apetito por invertir fuera de Estados Unidos. Además genera menores costos financieros para las empresas de todo el mundo y los ahorradores sacan su dinero del banco para invertirlo en activos empresariales o para gastarlo, lo que significa mayores ventas en momentos en que urge tener clientes.

Al subir las acciones, Ben Bernanke afirmó que la recesión había terminado; pero en octubre de 2009, Stiglitz [2009c] advirtió que la exuberancia irracional había vuelto a los mercados de valores. Albert Edwards, un estratega de bancos de inversión, coincidió con Stiglitz ante el alza de 64% que el índice mundial de los mercados de valores MSCI registró de marzo a septiembre de 2009. El S&P 500 estaba hundido en 680 a principios de marzo; a fines de septiembre llegó a 1 057. Lo normal es que pasen tres años de recuperación antes de que el mercado suba 60%. Esta recuperación en las bolsas de valores ocurría mientras crecía el desempleo.

La consultoría Smithers & Co. señaló que según la ratio que compara los precios de las acciones con el costo de reposición de los activos netos, el mercado de valores estadounidense estaba sobrevaluado 41%, y según la ratio precio/ganancias que prome-

<sup>39</sup> El índice industrial Dow Jones se desplomó 3.29%, sobre todo con retrocesos en las acciones bancarias: Bank of America perdió 24.34%, a 8.02 dólares; Citigroup, 19.45% a 2.94 dólares; JP Morgan, 10.73%, a 29.69 dólares.

dia los beneficios de 10 años, la sobrevaluación era de 37% [*The Economist*, 2009a].

*b) Mercados de materias primas*

El auge de los precios de los productos básicos iniciado en 2003, acabó en julio de 2008. Dicho auge se debió a la gran demanda, al dólar débil, al bajo nivel de inversión previo al auge en las industrias extractivas; las perturbaciones en la oferta; las nuevas normas relacionadas con el biocombustible; la actividad de los fondos de inversión,<sup>40</sup> y en 2008, políticas públicas como impuestos sobre la exportación y la prohibición de exportar varios productos alimenticios [Banco Mundial, 2009b].

El débil crecimiento global y las consecuencias de la crisis financiera revertieron el auge en los precios de las materias primas, los cuales se colapsaron desde mediados de 2008. La baja demanda global redujo los precios de las materias primas. Al disminuir la demanda mundial de petróleo, su precio bajó, desde su récord de 147 dólares en julio de 2008, a alrededor de la mitad un año después. La reducción en el precio de las materias primas hizo desaparecer las presiones inflacionarias, al grado de que el temor pasó a ser la deflación.

Al caer los precios de los productos básicos hubo cambios considerables en los términos de intercambio y las posiciones en cuenta corriente. En consecuencia, surgieron grandes brechas de financiamiento en la balanza de pagos de muchos países que necesitaban apoyo en gran escala de fuentes oficiales [Banco Mundial, 2009b].

Pero a mediados de 2009 empezó a reactivarse el precio de las materias primas por la menor producción, por un incremento constante de la demanda por parte de China e India y, de nueva cuenta, por la actividad de los inversionistas institucionales. El alza en los precios de las materias primas registrada en 2009 no

<sup>40</sup> Los inversionistas institucionales negociaron y especularon también con materias primas, con los consecuentes daños para la economía real.

puede deberse a la recuperación, cuyo ritmo es aún muy lento, sino a la actividad de los inversionistas.

Las fluctuaciones en el precio de las materias primas hacen ver la necesidad de que la reforma financiera impida la proliferación no regulada de instrumentos financieros “innovadores”, además de la financiarización de las materias primas.



## 2. Desequilibrios globales, sistema monetario internacional y consecuencias en la economía mundial

Everybody loves to hate finance. The “speculator,” or worse, the bloodsucking usurer, is a perennial villain. Not for nothing was Shylock –marked as an outsider by being both a Jew and a moneylender– the villain of Shakespeare’s *Merchant of Venice*. But finance is also the engine of a sophisticated, open, and dynamic market economy. Finance allows people to set up businesses with other people’s Money, to participate in the profits from other people’s ideas, to smooth expenditure over a lifetime, and to insure both lives and property. Finance gives individuals freedom and security and economies dynamisms and flexibility.

MARTIN WOLF, *Fixing Global Finance*

### ANTECEDENTES

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods y la consecuente suspensión de la convertibilidad del dólar en oro (1971), ha predominado un sistema de tipos de cambio flexibles entre las principales monedas. Tal sistema expone a los países en desarrollo a altos niveles de volatilidad, especialmente si se combinan con ciertas políticas monetarias. En los albores de esta crisis, los países que

subieron sus tasas de interés como respuesta a los altos precios de alimentos y energía vieron apreciarse sus divisas; posteriormente, las mismas se depreciaron. Tal volatilidad cobró una fuerte cuota a los países subdesarrollados.

Aunque el euro compite con el dólar como activo de reserva internacional y medio de liquidación internacional, el dólar conserva su hegemonía desde fines de la segunda guerra mundial; el sistema posBretton Woods, caracterizado por su inestabilidad, inequidad e incompatibilidad con el pleno empleo global, es un “patrón fiduciario dólar” [Naciones Unidas, 2009b].

En los años cincuenta, Robert Triffin señaló que uno de los principales problemas del sistema de Bretton Woods era que el uso de una moneda nacional como reserva monetaria internacional generaba un dilema: los déficit de Estados Unidos eran necesarios para incrementar la liquidez global, pero al mismo tiempo esos déficit erosionaban la confianza en el dólar como moneda de reserva. Aunque el abandono de la convertibilidad del dólar en oro y el establecimiento de tipos de cambio flexibles eliminaron algunos de estos problemas, crearon otros. En un mundo con libre movilidad del capital, en vez de incertidumbre sobre la capacidad de mantener la paridad dólar-oro, el dilema se manifiesta ahora en los grandes desequilibrios globales y en la volatilidad del tipo de cambio del dólar, que disminuye la confianza en esa divisa como depósito de valor, y por tanto, disminuye el valor de las reservas mantenidas en dólares [Naciones Unidas, 2009b].

La inestabilidad e incapacidad de garantizar el pleno empleo se relaciona también con el hecho de que aun después de la introducción de los tipos de cambio flexibles, el sistema fue incapaz de eliminar el sesgo deflacionario (contraccionista) asociado con el ajuste asimétrico a los desequilibrios de pagos.

Contra lo que se había asegurado, los tipos de cambio flexibles no facilitaron el ajuste de la balanza de pagos ni permitieron que cada país tuviera la necesaria autonomía para garantizar sus objetivos macroeconómicos internos, pues los países pueden evitar el ajuste si atraen suficiente capital del exterior. Si esto no basta para financiar el desequilibrio, o los flujos se revierten por falta de confianza, sobreviene una crisis financiera.

El Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) dispone que una de las obligaciones centrales de la institución es establecer un sistema que facilite el intercambio de bienes, servicios y capital entre los países, que sustente un crecimiento económico sólido con una estabilidad razonable de precios y que fomente la estabilidad económica y financiera. Ello implica supervisión cambiaria, en vista de lo cual, tras el colapso de Bretton Woods, el FMI ha modificado su marco de análisis de los tipos de cambio. Los movimientos repentinos y perturbadores de las corrientes de capital o de los tipos de cambio, tienen consecuencias macroeconómicas negativas para un país o para sus socios comerciales [FMI, 2008e: 162].

El análisis de los tipos de cambio reales de equilibrio gira en torno a los efectos que las modificaciones de las variables económicas fundamentales tienen en un determinado país y también en relación con el resto del mundo. Si unas monedas están subvaluadas, otras están sobrevaluadas; entre unas y otras tiene que haber un equilibrio global. Al evaluar lo ocurrido en un país sistemáticamente importante, la repercusión en la economía mundial pasa a primer plano.

Un ejemplo de la aplicación de la supervisión cambiaria por parte del FMI son las reformas de 2007 al artículo IV del Estatuto del FMI, las cuales pretenden contribuir a la estabilidad financiera internacional mediante la realización de consultas multilaterales para discutir cuestiones de interés global o regional. La primera de esas consultas (junio de 2006-marzo de 2007) se ocupó de los desequilibrios globales de pagos e involucró a China, la eurozona, Japón, Arabia Saudita y Estados Unidos. En la declaración conjunta (abril de 2007) los participantes se comprometieron a adoptar una serie de medidas<sup>41</sup> que se esperaba redujeran el déficit en cuenta corriente estadounidense entre 1 y 1.75%, y en porcentaje similar

<sup>41</sup> Esas medidas incluyen aumentar los ingresos de los consumidores chinos. Incrementar la participación del empleo en el sector servicios, así como desarrollar los mercados de capital, incluyendo la liberalización de las tasas de interés y la creación de instrumentos alternativos de ahorro, tendrían un gran efecto sobre el consumo [Guo, 2010].

los superávits de los otros países, en especial el de la República Popular China (RPC) [FMI, 2009e].

De acuerdo con Stanley Fischer [FMI, 2008c: 176], ex primer subdirector gerente del FMI, la supervisión del sistema cambiario a cargo del FMI no funcionó porque la institución no pudo lograr que China y Estados Unidos redujeran sus desequilibrios. Este último ha sido el principal sostén de la economía global del lado de la demanda; China ha sido otro tanto del lado de la oferta. Este país no quiere renunciar a la subvaluación de su divisa, el yuan, porque le ha permitido un gran crecimiento económico.

Las presiones de Estados Unidos para que el gobierno chino apreciara su moneda se acentuaron en los primeros meses de 2010. Según Washington, el valor del yuan respecto al dólar está subvaluado entre 25 y 40%, lo que constituye una gran ventaja competitiva para las empresas exportadoras de China. Legisladores, empresarios y sindicatos estadounidenses sostienen que tal hecho ha costado muchos empleos en su país,<sup>42</sup> sobre todo en el sector exportador, y en consecuencia exigen la aplicación de medidas proteccionistas contra China. Esa postura se fortalece con datos del Congreso estadounidense, según los cuales en lo que va del siglo la cuota china en el déficit comercial no petrolero de Estados Unidos pasó de 26 a 83 por ciento.

Es innegable que el yuan está subvaluado, pero no en tan alta proporción como se afirma en Estados Unidos. Con base en el tipo de cambio efectivo (TCE), esto es el ponderado por las monedas de los principales socios comerciales de China, Bustelo [2010: 2] encuentra que el yuan se ha revaluado 10% en los últimos dos años y 20% en el año concluido en marzo de 2009, una gran apreciación en plena crisis, mientras las monedas de otros países asiáticos caían, al igual que las exportaciones chinas. Los TCE de Taiwán, Filipinas, India y otros países asiáticos cayeron sustancialmente desde que se inició la crisis, lo que proporcionó ventajas competitivas sobre China.

<sup>42</sup> Hasta tres millones de puestos de trabajo en Estados Unidos, según denuncia el sindicato AFL-CIO con base en un estudio del Peterson Institute for International Economics [Reinoso y Pozzi, 2010: 4].

Cuando se postuló como candidato a la presidencia, Obama acusó a Pekín de mantener su divisa artificialmente baja. Ahora tiene que ser más diplomático y quien da la cara es el secretario del Tesoro, Timothy Geithner, responsable de la política cambiaria estadounidense, que en tal carácter recibió (marzo de 2010) una carta firmada por 130 congresistas pidiendo sanciones arancelarias contra China. Esto se considera como una justa respuesta a lo que hace China y que es calificado de proteccionista: comprar aproximadamente 1 000 millones de dólares diarios en los mercados cambiarios para impedir que su moneda se aprecie. Varios países vecinos de China (Hong Kong, Malasia, Singapur, Taiwán) mantienen subvaluadas sus divisas en proporción semejante a la del yuan para no perder competitividad frente a China.

Ante las presiones para que revalúe el yuan, Pekín se muestra inflexible aduciendo que gracias a la estabilidad de su moneda<sup>43</sup> (véase el cuadro 11) el país pudo hacer frente a la crisis económica global y entre otras cosas, culpa del desequilibrio comercial a las restricciones impuestas por Estados Unidos a la exportación de alta tecnología y su política monetaria laxa; y no sólo la acumulación de reservas por parte de China tiene responsabilidad en el desequilibrio entre ambos países. Otro argumento chino en defensa de la subvaluación es que las importaciones procedentes de China e intensivas en mano de obra proporcionan a los consumidores estadounidenses productos más baratos, algo muy conveniente durante la crisis. Además: “Una apreciación sustancial del yuan afectaría a las exportaciones y dispararía el precio de los activos, con el consiguiente riesgo de burbujas”, señaló Chen Yulu, vicepresidente de la Universidad Renmin (Pekín) [citado por Reinoso y Pozzi, 2010: 4].

Si Estados Unidos aplicara medidas proteccionistas contra China, ésta podría responder diversificando en euros y yenes sus 2.4 billones de dólares en divisas, de las cuales se calcula que dos terceras partes son dólares. Esto podría precipitar una caída desordenada del dólar.

<sup>43</sup> Desde mediados de 2008 y hasta junio de 2010, el gobierno de China mantuvo sin cambio el valor del yuan en alrededor de 6.83 yuanes por dólar.

CUADRO 11. YUANES POR DÓLAR  
(PROMEDIO MENSUAL)

<i>Mes</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Enero	8.28	8.28	8.07	7.79	7.25	6.84
Febrero	8.28	8.28	8.05	7.75	7.16	6.84
Marzo	8.28	8.28	8.04	7.74	7.08	6.83
Abril	8.28	8.28	8.02	7.72	7.00	6.83
Mayo	8.28	8.28	8.02	7.67	6.97	6.82
Junio	8.28	8.28	8.01	7.63	6.90	6.83
Julio	8.28	8.24	7.99	7.58	6.84	6.83
Agosto	8.28	8.10	7.97	7.58	6.85	6.83
Septiembre	8.28	8.09	7.94	7.53	6.83	6.83
Octubre	8.28	8.09	7.90	7.50	6.83	6.83
Noviembre	8.28	8.08	7.87	7.42	6.83	6.83
Diciembre	8.28	8.08	7.82	7.37	6.84	6.83

Fuente: People's Bank of China, consultada en abril de 2010. Elaboración propia.

#### EL PROBLEMA DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

En los últimos 15 años el papel de los tipos de cambio ha cobrado importancia por la globalización, sobre todo por la integración financiera. En virtud de ésta, las corrientes de capital internacional se incrementaron mucho más rápidamente que el comercio, lo que significa que las tenencias de activos y pasivos transfronterizos crecieron en gran medida. Estos vínculos reales y financieros más estrechos entre países y regiones traen consigo implicaciones preocupantes pues magnifican la transmisión de conmociones de una región a otra. Las economías están mucho más vinculadas y lo que ocurre en una trasciende sus fronteras y tiene repercusiones muy amplias.

La mayoría de las crisis financieras en la era posterior a Bretton Woods se han caracterizado por diferenciales en las tasas de in-

terés nominales que desencadenaron grandes flujos de capital a corto plazo. Esto hace imperativo estabilizar el comercio y las relaciones financieras, reduciendo el potencial de las ganancias procedentes de los flujos de capital especulativo.

D'Arista [2007] afirma que los desequilibrios del sistema monetario internacional, incluyendo déficit y superávit de ahorro, son resultado de las interacciones internacionales del sistema de pagos y del enorme flujo de capital en los circuitos internacionales.

Los vínculos financieros son una forma fundamental de interdependencia macroeconómica. Si inversionistas locales poseen un activo o moneda emitida por otro país, se ven directamente afectados por los cambios en el valor de ese activo o moneda. El volumen de tenencias transfronterizas indica la importancia de las modificaciones del tipo de cambio y de los precios de los activos en el valor de la posición externa neta de los países. Un indicador de la creciente globalización financiera es que la relación activos y pasivos extranjeros/PIB aumentó casi tres veces y media entre 1984 y 2004: de 130% a más de 450 por ciento [Lane y Milesi-Ferretti, 2005].<sup>44</sup>

Autores como Kristin Forbes [2006] insisten en que la creciente movilidad internacional del comercio y del capital permite una más eficiente asignación internacional de la producción y del capital y una mayor diversificación transfronteriza del riesgo. Pero la misma Forbes reconoce que la liberalización de la cuenta de capital aumenta la vulnerabilidad ante las crisis, la volatilidad cambiaria, la posibilidad de que se formen burbujas y disminuye la libertad de usar la política monetaria.

En particular, en los últimos 20 años la movilidad del capital internacional ha facilitado el financiamiento de cuantiosos, persistentes y crecientes desequilibrios en cuenta corriente; concretamente, déficit sin precedente de Estados Unidos, y superávit también sin precedente en los países emergentes de Asia y en los

<sup>44</sup> Esto coincide con Evans y Hnatkovska [2005], quienes señalan que los flujos brutos de capital en los países industriales se incrementaron 300% en sólo una década. Los mercados financieros de los países en desarrollo han sufrido transformaciones aun más profundas.

CUADRO 12. CUENTA CORRIENTE EN PAÍSES SELECCIONADOS (DATOS COMO PORCENTAJE DEL PIB)

Año	<i>Economías avanzadas</i>	<i>Economías asiáticas industrializadas</i>	<i>Economías emergentes y en desarrollo</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Japón</i>
2000	-1.05	3.47	1.44	-4.20	2.56
2001	-0.88	4.56	0.74	-3.87	2.14
2002	-0.82	4.95	1.21	-4.31	2.87
2003	-0.74	6.70	1.97	-4.68	3.22
2004	-0.67	6.20	2.47	-5.32	3.74
2005	-1.18	5.27	4.19	-5.92	3.64
2006	-1.23	5.41	5.25	-6.00	3.91
2007	-0.87	6.13	4.24	-5.16	4.82
2008	-1.25	4.88	3.74	-4.89	3.21
2009	-0.37	8.91	1.80	-2.93	2.80
2010	-0.45	6.63	2.08	-3.29	2.84
2011	-0.51	6.56	2.22	-3.40	2.44
2012	-0.68	6.54	2.37	-3.56	2.11
2013	-0.76	6.18	2.41	-3.60	1.89
2014	-0.75	6.08	2.43	-3.56	1.83
2015	-0.75	5.96	2.42	-3.50	1.84

Fuente: FMI [2009m], World Economic Outlook, proyección económica realizada en abril de 2010. Elaboración propia.



exportadores de petróleo<sup>45</sup> [Lane y Milesi-Ferretti, 2006] (véase el cuadro 12). Baste decir que entre 2004 y 2007, el superávit comercial de China se multiplicó por cinco y entre 2004 y 2008 la acumulación de reservas de divisas ascendió a 1.5 billones de dólares [Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009].

A fines de 2006, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos equivalía a 2% del PIB mundial y a 6.2% de su PIB, y los pasivos extranjeros netos del país, a 8% de la producción global. La trayectoria ascendente del déficit en cuenta corriente estadounidense se aprecia en las siguientes cifras: en 1997, el déficit fue de sólo 141 000 millones de dólares (mmd); en 2000, de 415 mmd y en 2006, de casi el doble: 811.5 mmd.<sup>46</sup> Por la crisis, empezó a disminuir en 2007 (731 mmd) [Banco Mundial, 2009d].

Nunca antes una nación había tenido un déficit sostenido de tal magnitud, ni en términos absolutos ni como porcentaje del PIB o de la economía global. Al respecto, es sorprendente la afirmación de Greenspan [2005] en el sentido de que “las finanzas internacionales presentan varias anomalías que intrigan, pero la más importante para quienes deciden la política monetaria en busca de estabilidad y crecimiento, es la aparentemente infinita capacidad de Estados Unidos para financiar su déficit en cuenta corriente”.

El déficit estadounidense se debe a la reducción del ahorro y al creciente consumo del país (hasta que estalló esta crisis). Un déficit en cuenta corriente es la diferencia entre los ahorros y las inversiones nacionales. Entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 la tasa de ahorro nacional fluctuó entre 1 y 2%, lo que representa la tasa neta de ahorro nacional más baja en la historia de ese país, pues equivalía a la mitad de la registrada a finales de los años

<sup>45</sup> China y los países exportadores de petróleo, con un superávit en cuenta corriente que en 2007 equivalió a 10% y a 25% de su PIB respectivamente, son los principales países superavitarios, seguidos de Japón y Alemania.

<sup>46</sup> Buena parte del déficit comercial se debe a la actividad de empresas transnacionales de Estados Unidos en China, que se trasladaron allí para aprovechar la mano de obra barata. Esa actividad pasó de 1.9% en 1986, y 20 años después a 58.2 por ciento [Reinoso y Pozzi, 2010].

ochenta y principios de los noventa. En los albores de esta crisis financiera dicha tasa bajó a casi cero.

White [2010: 2] llama la atención sobre la aguda declinación de las tasas de ahorro de los particulares (y un incremento en sus deudas) en muchos países de habla inglesa, y en la elevación sin precedente en las tasas de inversión de China. Al basarse el consumo de los primeros en importaciones, y al orientarse la inversión china a las exportaciones, los desequilibrios comerciales globales hicieron explosión.

Las tasas de ahorro e inversión mundiales bajaron a mínimos históricos por la disponibilidad de crédito y el aumento de los precios de los activos, que redujeron el ahorro en muchos países industriales. Por ello, la participación de éstos en el ahorro e inversión mundiales ha ido disminuyendo: de 85% en los años setenta a 70% en 2004.

Mendoza, Quadrini y Ríos-Rull [2007] analizan otro ángulo, al mostrar que los desequilibrios son resultado de la integración financiera entre países con mercados financieros que difieren en cuanto a su grado de desarrollo, pues esa integración induce a los países con mercados financieros más desarrollados a reducir su ahorro y a acumular enormes pasivos extranjeros. El grado de desarrollo financiero<sup>47</sup> varía ampliamente incluso entre países industriales, con Estados Unidos en el más alto rango, y esas diferencias han permanecido casi sin cambio, pese a la globalización de los mercados de capital. Esto es la integración financiera es un fenómeno global, no así el desarrollo financiero.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Los autores definen el desarrollo financiero como el grado de obligatoriedad de los contratos financieros, que puede ir desde la perfecta obligatoriedad –que permite el seguro pleno ante el riesgo idiosincrático (mercados completos)– hasta una obligatoriedad muy limitada.

<sup>48</sup> La liberalización conduce a enormes ganancias en los países financieramente más desarrollados y a pérdidas en los otros países. Es por esto que los autores encuentran que la integración financiera no es conveniente para países con sistemas financieros no desarrollados. Las reformas que liberalizaron los mercados internacionales de capital en los años ochenta y noventa, pregonaron los beneficios que la integración financiera traería en la forma de asignación eficiente de los recursos y riesgo compartido entre países. Pero eso no ocurrió, entre otras cosas, por las diferencias entre los sistemas financieros.

Ted Truman, del Instituto Peterson de Economía Internacional, al asistir a la mesa redonda organizada por la Fundación Per Jacobsson durante las reuniones anuales del Fondo y del Banco (octubre de 2008) planteó una muy buena pregunta: esta crisis ocurrió ¿por fallas microeconómicas (falta de supervisión adecuada) o por los desequilibrios macroeconómicos que permitieron la formación de la gigantesca burbuja de la vivienda en Estados Unidos? [FMI, 2008c: 176-177].

Al respecto, vale la pena señalar que años antes del estallido de la crisis que nos ocupa, autores como Summers [2004]; Obstfeld y Rogoff [2004]; Blanchard, Giavazzi y Sa [2005], señalaron que a menos que se tomaran medidas adecuadas los desequilibrios globales podrían generar turbulencia financiera e incluso una crisis económica mundial. Efectivamente, esta crisis surgió tanto por los factores señalados a lo largo de este trabajo como por la incapacidad de corregir los desequilibrios sistémicos.

Actualmente los flujos de capital son el núcleo del sistema financiero mundial, y en esta crisis los desequilibrios mundiales incrementaron la volatilidad, al causar una insuficiente demanda agregada global que convirtió una perturbación financiera en Estados Unidos en una recesión económica mundial.<sup>49</sup>

En la mencionada consulta multilateral sobre esos desequilibrios se señalaron los cambios necesarios de política económica para corregirlos de manera ordenada; pero esas medidas no se aplicaron, entre otras cosas, por la irrupción de la crisis. El FMI tendría que insistir al respecto pues tiene el mandato y la capacidad institucional para hacerlo y evitar así una repentina y aguda corrección de tales desequilibrios, que trastocaría aún más el orden financiero global o provocaría una crisis cambiaria, afectando no sólo a los países que deben reducir sus desequilibrios sino también a los vinculados con ellos por el comercio y las finanzas.

<sup>49</sup> A la expansión crediticia en Estados Unidos, que originó la actual crisis, contribuyó lo que ya se ha dicho: para cubrir su enorme déficit en cuenta corriente ese país pide prestado al resto del mundo; así, los países exportadores de petróleo y del Asia emergente, al dar abundante liquidez a Estados Unidos, ayudaron a reducir sus tasas de interés y a que los prestatarios *subprime* tuvieran acceso al crédito.

Cuando los dólares se acumulan para enfrentar crecientes demandas de liquidez, en los países superavitarios no ocurre un ajuste compensador en la demanda global [Naciones Unidas, 2009a]. Si la demanda interna no crece con la suficiente rapidez en los países con superávit (caso de China), la resultante falta de demanda global conducirá a una débil recuperación del crecimiento económico. En otras palabras, si los países emergentes siguen protegiéndose elevando el ahorro interno y acumulando reservas, se agudizará la insuficiente demanda global. Ello indica que las medidas para solucionar esta crisis forzosamente tienen que incluir una política coordinada que apoye esa demanda [Roubini, 2009e].

Como dice Garret [2010: 5]: “La relación China-Estados Unidos es muy grande y estrecha. Pero es también la relación económica bilateral más desequilibrada de la historia.” Por ello, de las consultas multilaterales auspiciadas por el FMI que han tenido exiguos resultados, se ha pasado a reuniones en el marco del Diálogo estratégico y económico entre ambos países, iniciadas en julio de 2009.

Las “reformas” de los últimos 25 años<sup>50</sup> expusieron a los países a mayor inestabilidad y redujeron el efecto de los estabilizadores “automáticos”.<sup>51</sup> En algunas naciones la protección social disminuyó, por lo que esta crisis ha traído las severas consecuencias sobre los pobres que se señalaron en el apartado anterior.

Si no se atienden las necesidades de los países subdesarrollados, los desequilibrios globales se exacerbarán. En consecuencia, debe frenarse el proteccionismo comercial y financiero con el que se ha respondido a la crisis, y proporcionar a esos países recursos que

<sup>50</sup> Fundamentalmente, la desregulación del sector financiero y la liberalización del mercado de capital, que tanto contribuyeron al surgimiento y rápida difusión de esta crisis.

<sup>51</sup> Ajustes que se producen de forma natural para compensar otros cambios y que dan estabilidad a un sistema. Un ejemplo son las prestaciones por desempleo. Cuando una economía se desacelera y la gente pierde su trabajo, los seguros de desempleo proporcionan un ingreso que ayuda a que el consumo sea mayor al que se registraría sin dicho ingreso. La reducción de los ingresos fiscales desempeña un papel similar cuando la economía se contrae, lo que tiene como consecuencia un aumento del déficit fiscal.

compensen los efectos distorsionadores de los rescates y garantías y de la aplicación de políticas fiscales expansionistas. Además de lo anterior, para facilitar la salida de la actual crisis hay que evitar la aplicación de políticas cambiarias para fastidiar al vecino y una mayor acumulación de reservas [Naciones Unidas, 2009a].

Conforme pasa el tiempo es cada vez más evidente que Obama aspira a que su país deje de ser el consumidor mundial y el importador de última instancia. Según Larry Summers y otros funcionarios gubernamentales (como el secretario del Tesoro, Geithner), la economía estadounidense debe orientarse a la exportación y ya no al consumo [Bergsten y Subramanian, 2009].

Al entregar el informe final de la Comisión sobre las reformas del sistema financiero y monetario mundial, su presidente, Joseph Stiglitz, apuntó que es imprescindible que el mundo tenga una estructura financiera global más inclusiva, para que no regrese al estado de cosas que dio lugar a esta crisis. Esa Comisión identificó como problemas causados por la crisis: el aumento de la desigualdad en los países, el incremento de las reservas monetarias de algunas naciones en detrimento del comercio mundial, y la repercusión negativa en los países subdesarrollados de los rescates financieros que realizaron los países avanzados [Naciones Unidas, 2009a].

El endeudamiento externo de Estados Unidos plantea tensión con su poderío económico. La influencia del país puede verse comprometida por depender de los inversionistas extranjeros (China y otros países superavitarios) para rescatar su sector financiero y para financiar su prodigalidad fiscal. Saben que no podrán seguir financiando sus grandes déficit externos a un precio aceptable. Esto implica poner fin a la sobrevaluación del dólar, principalmente frente al yuan chino y otras monedas asiáticas. En el corto plazo, la recuperación estadounidense depende de la efectividad de los programas de estímulos monetarios y fiscales. A su vez, esto exige que los acreedores locales y extranjeros sigan comprando los valores del Tesoro estadounidense. Superada la crisis, encauzar los recursos de las finanzas y el consumo hacia las exportaciones y la inversión requerirá cambios en los precios, por lo cual el dólar tendrá que ir hacia abajo. Si Estados Unidos redujera su déficit en

cuenta corriente, China, Alemania, Japón y otros países no podrían tener grandes superávits y su crecimiento ya no se basaría en las exportaciones, por lo que tendrían que aumentar su demanda interna [Bergsten y Subramanian, 2009].

A raíz de la crisis los desequilibrios globales se han reducido en alguna medida, por los cambios significativos que han registrado los patrones de ahorro e inversión en todo el mundo. En 2009, la tasa de ahorro de Estados Unidos se elevó a 5% del ingreso personal disponible en 2009 (pocos años antes había bajado casi hasta cero), mientras el consumo declinó fuertemente;<sup>52</sup> en comparación con el periodo 2003-2007, esta tasa de ahorro implica una declinación en la demanda del sector privado de Estados Unidos del orden de 3 puntos porcentuales del PIB, cercanos a la mitad de la cima alcanzada por el déficit en su cuenta corriente, lo cual tendrá efectos sustanciales en el desarrollo económico global después de la crisis [Lee *et al.*, 2010: 3].

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos pasó de representar 6% de su PIB en 2006, a 3% en 2009; bajó de 700 mmd en 2008 a cerca de 450 mmd en 2009. Por su parte, el superávit chino bajó de 11 a 9.8% de su PIB. Pero nada garantiza que el proceso continúe, lo que hace necesario aplicar medidas que reduzcan las distorsiones causantes de los desequilibrios. William Cline del Peterson Institute, citado por Bergsten y Subramanian [2009], predice que el déficit estadounidense regresará a 5% en 2012 y subirá aún más a menos que se reduzca el déficit fiscal y se deprecie el dólar de manera sustancial.

Algo semejante expresó a fines de 2009 IHS Global Insight: en 2010 el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos aumentará cerca de 90 mmd. Ello porque la economía estadounidense crecerá más rápido que la de casi todos los otros países desarrollados; otro

<sup>52</sup> Los gastos en consumo personal, que llegaron a más de 95% del ingreso personal disponible en 2005, cayeron por debajo de 92% en el segundo trimestre de 2009; de continuar esto, se rompería la tendencia constante al alza de la tasa de consumo en Estados Unidos, registrada a partir de 1980. Después de un concienzudo análisis, Lee, Rabanal y Sandry [2010] consideran que la tasa de consumo de los particulares estadounidenses oscilará entre 89.5 y 91.5% y la de ahorro, entre 5 y 7 por ciento.

factor es que casi seguramente el crecimiento en Alemania, China y el resto de Asia seguirá dependiendo de las exportaciones.

Estados Unidos no puede por sí solo evitar nuevos incrementos en su déficit en cuenta corriente. Por eso, la cuestión de cómo alcanzar el equilibrio, al tiempo de lograr un más alto crecimiento mundial, debe estar en la agenda de todos los foros internacionales que debaten sobre la crisis. Por otra parte, a consecuencia de la crisis los consumidores estadounidenses están comprando menos<sup>53</sup> y ahorrando más (véase el cuadro 13); esa brecha de gasto no será sustituida por los consumidores de otros países, como China (pese a que su demanda interna aumentó 12.3% en 2009), y todo indica que el ahorro de los particulares no bastará para proporcionar el financiamiento que requieren las empresas [Tanner y Abdih, 2009].

No es realista esperar que China incremente rápidamente el papel que el consumo desempeña en su economía. La raíz del problema no es sólo una excesiva dependencia de las exportaciones y de la inversión extranjera directa (IED). Ese desequilibrio puede explicarse, al menos en parte, por distorsiones en precios relativos clave [ADB, 2010: 15-16]:

- a) Salarios. Las restricciones a la movilidad laboral entre las áreas rurales y urbanas han creado un mercado de trabajo segmentado en el cual a los migrantes rurales se les paga mucho menos que a los trabajadores urbanos, lo que reduce los costos laborales reales por debajo de lo que sería el nivel óptimo para la economía en el largo plazo. Cabe señalar que esas restricciones han empezado a eliminarse.
- b) Costo de capital. El costo de capital que enfrentan las empresas estatales es demasiado bajo por la preferencia que los bancos propiedad del gobierno muestran por ese tipo de empresas. La consecuencia son estrategias intensivas en capital que impulsan la inversión y los rendimientos sobre el capital, los cuales a su vez impulsan la participación de los beneficios en el PIB. Si la participación de los beneficios en el PIB es alta y muy poco de ella se recicla al sector de

<sup>53</sup> La demanda interna en Estados Unidos disminuyó 2.6% en 2009.

CUADRO 13. SENTIMIENTO DE LOS CONSUMIDORES EN ESTADOS UNIDOS  
(PRIMER TRIMESTRE DE 1996=100)

Período	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	112.0	94.7	93.0	82.4	103.8	95.5	91.2	96.9	78.4	61.2	74.4
Febrero	111.3	90.6	90.7	79.9	94.4	94.1	86.7	91.3	70.8	56.3	73.6
Marzo	107.1	91.5	95.7	77.6	95.8	92.6	88.9	88.4	69.5	57.3	-
Abril	109.2	88.4	93.0	86.0	94.2	87.7	87.4	87.1	62.6	65.1	-
Mayo	110.7	92.0	96.9	92.1	90.2	86.9	79.1	88.3	59.8	68.7	-
Junio	106.4	92.6	92.4	89.7	95.6	96.0	84.9	85.3	56.4	70.8	-
Julio	108.3	92.4	88.1	90.9	96.7	96.5	84.7	90.4	61.2	66.0	-
Agosto	107.3	91.5	87.6	89.3	95.9	89.1	82.0	83.4	63.0	65.7	-
Septiembre	106.8	81.8	86.1	87.7	94.2	76.9	85.4	83.4	70.3	73.5	-
Octubre	105.8	82.7	80.6	89.6	91.7	74.2	93.6	80.9	57.6	70.6	-
Noviembre	107.6	83.9	84.2	93.7	92.8	81.6	92.1	76.1	55.3	67.4	-
Diciembre	98.4	88.8	86.7	92.6	97.1	91.5	91.7	75.5	60.1	72.5	-

Fuente: Survey Research Center: University of Michigan: <www.src.isr.umich.edu/>, consultada en abril de 2010. Elaboración propia.



- los particulares, obviamente el consumo de éstos seguirá representando un bajo porcentaje del PIB.
- c) Lo anterior se refuerza por el tipo de cambio subvaluado, que al favorecer a la producción orientada a la exportación hace que la economía continúe dependiendo de esa actividad.

#### LOS ACREEDORES DE ESTADOS UNIDOS

Tras sufrir varias crisis severas desde los años setenta, los países emergentes y algunos subdesarrollados decidieron acumular reservas en grandes cantidades para protegerse ante la inestabilidad financiera y económica global; la mayor acumulación de reservas ocurrió en el periodo 2004-2007 durante el cual se incrementó la entrada de capital a esos países. Como la “condicionalidad” a que están sujetos los préstamos del FMI impone medidas procíclicas durante las crisis, esos países no quisieron recurrir a esa institución, sino que prefirieron acumular reservas [Naciones Unidas, 2009a].

De igual manera, los países exportadores de materias primas han experimentado crisis recurrentes cuando las fuertes mejoras en los términos de intercambio han ido acompañadas de insostenibles auges de demanda y de apreciaciones cambiarias que generan los efectos del “mal holandés”. Por ello también resolvieron hacer acopio de reservas, en especial los países exportadores de petróleo.

Como resultado de lo anterior, las reservas monetarias internacionales (menos oro) de Japón, la República Popular China, India y Corea suman casi tres billones de Derechos Especiales de Giro (DEG), que dejan muy atrás a las de Estados Unidos (66 600 millones de DEG) pues constituyen 67% del total de las reservas mundiales [FMI, 2009e]. La acumulación de reservas, incluso cuando es esterilizada, implica altos costos; para mitigarlos, algunos bancos centrales están tomando medidas entre las que destaca la tendencia al establecimiento de nuevos fondos de riqueza soberana (véase el capítulo 3) con base en las reservas internacionales, lo que puede evitar costos fiscales. Algunos estudios sugieren que

esto puede iniciar un proceso de importantes implicaciones para los desequilibrios globales. En términos cualitativos, el papel de los fondos de riqueza soberana en la persistencia de los desequilibrios globales no es muy diferente del de las reservas;<sup>54</sup> en términos cuantitativos, las últimas han sido más importantes, aunque el alza en el precio de las materias primas elevó el peso relativo de la riqueza soberana en los últimos años [Alberola y Serena, 2009: 119-120].

Ante sus déficit en cuenta corriente Estados Unidos no ha hecho nada, pues su financiamiento por parte de inversionistas extranjeros reduce la urgencia de hacerlo. El apetito por los valores de Estados Unidos, que constituyen buena parte de las reservas, se debe a la creencia de que los mismos poseen una gran liquidez. Sin embargo, durante la crisis los inversionistas sufrieron por el desplome de los precios de los activos, por lo que en el futuro podrían deshacerse de sus dólares. Esto es poco probable, pero si ocurriera las consecuencias serían graves; básicamente, una desordenada depreciación del dólar y aumento de las tasas de interés.

Asia y la Unión Europea (UE) pueden y deben desempeñar un importante papel en la configuración de un sistema en el cual el dólar deje de ser la moneda imperante. Gracias a los grandes y líquidos mercados de capital estadounidenses, el dólar ha sido un buen medio de cambio internacional; pero por sus frecuentes declinaciones podría dejar de ser un buen depósito de valor [Chapoy, 2006].

El principal acreedor de Estados Unidos es China (véase el cuadro 14). Le siguen Japón, 712 mmd; Reino Unido, 214 mmd; países exportadores de petróleo, 191 mmd; centros bancarios del Caribe, 190 mmd; Brasil, 140 mmd; Rusia, 120 mmd; Luxemburgo, 104 mmd y Hong Kong, 100 mmd; en el lugar 18 se encuentra México (29.5 mmd) [Department of the Treasury/Federal Reserve Board, 2009]. El Plan de recuperación económica de Estados Unidos destaca la importancia de que los países extranjeros sigan

<sup>54</sup> Ambos contribuyen a cubrir las necesidades de financiamiento de los países deficitarios (sobre todo de Estados Unidos), al tiempo que impiden el ajuste interno de los países con superávit, donde se acumulan los activos soberanos externos.

CUADRO 14. ESTADOS UNIDOS, DÉFICIT COMERCIAL Y TENENCIA DE BONOS DEL TESORO

<i>Déf. comercial</i>	<i>Enero-agosto 2008</i>	<i>Enero-agosto 2009</i>	<i>Decremento</i>
China	171.0 mmd	143.7 mmd	16%
Resto del mundo	290.6 mmd	166.6 mmd	43%
<i>Tenencia de bonos</i>	<i>Ago-08</i>	<i>Ago-09</i>	<i>Incremento</i>
China	573.7 mmd	797.1 mmd	39%
Resto del mundo	2 114.7 mmd	2 651.7 mmd	25%

Fuentes: US Trade Statistics, 2009 y US Department of the Treasury, 2009. Tomado de Garrett [2010, cuadro 4].

comprando bonos del Tesoro. El Fed más que duplicó su balance entre septiembre de 2008 y abril de 2009 y el déficit fiscal estadounidense es mayor a 10% del PIB. Los rendimientos de la deuda seguramente se obtendrán en dólares muy depreciados.

De junio de 2008 a junio de 2009 el mundo le prestó a Estados Unidos 795 mmd, pues en junio de 2008 la deuda externa estadounidense ascendía a 2.6 billones de dólares; un año después, a 3.4 billones. Esto significa que en su mayor parte los países emergentes y los exportadores de materias primas pagaron los rescates de Estados Unidos. China le prestó 241 mmd en el periodo señalado; Japón, 84 mmd; los países exportadores de petróleo, 31 mmd; Rusia, 25 mmd; Reino Unido, 159 mmd; Hong Kong, 34 mmd; Taiwán, 10.5; Suiza, 26.5; Irlanda, 26.4 mmd, y Noruega, 24 miles de millones de dólares.

En octubre de 2009, China dejó de comprar bonos del Tesoro estadounidense y empezó a vender sus tenencias de los mismos; es imposible saber si esa tendencia continuará. En julio de 2009 la deuda de Estados Unidos en manos extranjeras ascendía a 3.5 billones de dólares; en febrero de 2010, a 3.75 billones. Pero en ese mismo periodo China redujo sus tenencias de 940 mmd a 877.5 mmd.<sup>55</sup> Esa reducción se compensó con compras por parte de Reino Unido (136.6 mmd), Japón (47.6 mmd), que desea bajar el

<sup>55</sup> Rusia se deshizo de 21.1 mmd en bonos de Estados Unidos.

valor de su divisa, Hong Kong (41.3 mmd) y Canadá (20 mmd). A mediados de abril de 2010, Brasil compró 24 mmd de títulos estadounidenses, convirtiéndose en su quinto acreedor.

En la primera semana de junio de 2009, el ministro de Finanzas de Japón señaló que su país confiaba en Estados Unidos y que por tanto seguiría comprando títulos de deuda de ese país. En los próximos años el costo financiero de la deuda de Estados Unidos afectará su desempeño económico. Esto presionará aún más al dólar.

Tras la quiebra de Lehman Brothers (15 de septiembre de 2008) y el inicio de los megarescates, el déficit presupuestal subió a niveles nunca vistos. Aun antes de esto, el presupuesto para el año fiscal 2009 anticipaba un déficit de 439 mmd. A esta cifra se añadieron todos los rescates, por lo que en el año fiscal 2009 el déficit ascendió a 1.4 billones de dólares; el déficit del gobierno federal pasó así de 1.3% del PIB en 2007, a más de 10% en 2009. En otro país, tal déficit haría caer el valor de la divisa nacional; si no había sucedido eso era por el papel central que la economía estadounidense tiene en las corrientes comerciales y financieras internacionales [Sapir, 2009].

A todo el mundo conviene la pronta recuperación de Estados Unidos, por eso se financiaron sus rescates y planes de reactivación económica. Sin embargo, las frecuentes declinaciones del dólar podrían privarlo de la fuente de financiamiento de sus déficit; al debilitarse su divisa, los inversionistas podrían adquirir menos valores o incluso deshacerse de ellos. En abril de 2009 esas tenencias bajaron 2.6 mmd, pero en meses subsiguientes continuó a ritmo acelerado la acumulación de bonos estadounidenses.

El capital extranjero suele demandar rendimientos cada vez más altos sobre sus inversiones en dólares para contrarrestar el riesgo cambiario; esto se ha modificado con la crisis, pues dichos rendimientos han bajado mucho. Quizás el liderazgo político sea más relevante que el de las tasas de interés para determinar el valor de los bonos de Estados Unidos. Pero ese liderazgo se ha debilitado y tornado inestable, entre otras cosas por la manera en que Bush manejó la crisis y porque Obama no lo ha hecho mucho mejor. Podría llegar un momento en que cesaran las inversiones en una moneda que se debilita.

Lo lógico sería que el país enfrentara una fuerte presión internacional para disminuir sus desequilibrios fiscal y comercial, pero no es así. Por el contrario, Estados Unidos presiona a los países superavitarios para que ellos efectúen el ajuste. En tanto no se implemente una decisiva política para sanear la economía estadounidense (algo impensable en tanto la recuperación no sea una realidad) habrá tensiones monetarias y financieras. La deuda externa de Estados Unidos ha alcanzado niveles récord, y por la recesión habrá de aumentar todavía más, llevando a la economía mundial a situaciones aún más peligrosas. Dada la estela de dolor que de cualquier modo está dejando y continuará registrando la actual crisis, ¿no sería un momento adecuado para arriesgarse a acabar con la hegemonía del dólar? Esto no implica que se pasen por alto las consecuencias que en un principio podría tener el desplazamiento del dólar como principal moneda de reserva internacional.

#### LAS FLUCTUACIONES EN EL VALOR DEL DÓLAR

Desde el establecimiento de la flotación cambiaria (1973) el valor del dólar estadounidense ha fluctuado considerablemente al alza y a la baja frente a otras monedas líderes y a las monedas de sus socios comerciales; esas fluctuaciones han tenido repercusiones económicas negativas para la economía mundial [Chapoy, 2004].

El uso del euro y la creciente importancia económica de varios países asiáticos, podrían indicar que el mundo se encamina hacia un oligopolio monetario y financiero. Tal es el sentir de varios expertos como Aglietta [2004] que apoyan una interdependencia monetaria multipolar (dólar estadounidense, euro, DEG, yen, yuan).

La prominencia del dólar ha traído a Estados Unidos claros beneficios.<sup>56</sup> Para adquirir dólares los inversionistas extranjeros tie-

<sup>56</sup> El sistema financiero internacional ha favorecido a los países que controlan las instituciones financieras internacionales, en especial a Estados Unidos, en

nen que vender bienes, servicios o activos a los estadounidenses. Esos inversionistas, al mantener el dólar como reserva, usarlo para financiar transacciones o mantenerlo como una inversión, de hecho efectúan un préstamo a muy bajo interés a Estados Unidos.<sup>57</sup> De esta manera, por tener la moneda líder en el nivel global, se beneficia de una especie de súper señoreaje [Hughes, 2001].

En virtud de lo anterior, en 2007 los países en desarrollo prestaron a los desarrollados, a bajas tasas de interés, 3.7 billones de dólares. Ello porque la diferencia entre la tasa de préstamo y la tasa de interés que esas naciones pagan a los países desarrollados sobre los préstamos que reciben de ellos, es una transferencia de recursos a los países con moneda de reserva, que excede en valor a la ayuda financiera que los países en desarrollo reciben de los desarrollados [Naciones Unidas, 2009a].

El dólar mantiene su primacía como moneda de comercio y de reserva internacional. Como Europa aún no tiene un mercado de valores plenamente integrado,<sup>58</sup> el dólar domina también la negociación mundial de valores, aunque crece la participación europea. La proporción de las tenencias de dólares en las reservas mundiales de divisas, que fue de 71% en 1999-2001, se redujo a 67% en 2002 por la caída en el valor del dólar y la menor participación de los activos en dólares en las compras netas de reservas. En 2006 esa cifra bajó a 65%, a medida que el euro y la libra esterlina aumentaron su participación por su apreciación respecto

---

perjuicio de los llamados países periféricos, que por someterse a los principios del Consenso de Washington han sufrido varias crisis financieras.

<sup>57</sup> Gracias a que el dólar es moneda de reserva internacional, Estados Unidos está en mejores condiciones que la UE para manejar su enorme deuda pública.

<sup>58</sup> El lanzamiento del euro trajo consigo un desarrollo importante de la integración financiera aunque con diferencias entre segmentos del mercado: hay más diversificación de portafolio, pero la integración bancaria transfronteriza ha avanzado lentamente. La integración financiera tiene también aspectos negativos. La excesiva complejidad de los nuevos productos financieros hace cada vez más difícil evaluar adecuadamente los riesgos de las innovaciones financieras opacas, especialmente cuando el mal manejo del riesgo, los incentivos adversos y el daño moral distorsionan su uso. Los reguladores y supervisores, así como las agencias calificadoras del riesgo, a menudo subvalúan el potencial destructor de esos nuevos instrumentos [Mongelli, 2010].

al dólar, así como por las compras netas de reservas denominadas en esas divisas. La participación del yen japonés declinó de 6% a finales de los años noventa a 3% en 2006 [FMI, 2002 y 2007].

Como se ha visto, en el otoño de 2007 el sistema financiero global inició un periodo excepcional de inestabilidad resultado del anterior auge crediticio a escala mundial. La creación de activos con liquidez y calidad crediticia inciertas provocó gran inestabilidad financiera; el dólar, moneda hegemónica mundial, tras haberse depreciado considerablemente frente a la mayoría de las divisas, en agosto de 2008 empezó de nueva cuenta a aumentar su valor, cuando la crisis fue también evidente en varios países europeos. La situación volvió a cambiar en octubre de 2009, cuando el dólar fue a la baja nuevamente, situación que duró poco pues la probabilidad de una crisis de la deuda en la eurozona hizo aumentar el valor del dólar desde fines de 2009.

Según Crespo [2009], el declive del dólar se inició desde que resurgieron Alemania, Japón y otros países en la segunda posguerra, y se acentuó con el surgimiento del euro y el creciente poder de los países del sudeste asiático. Incluso cuando el dólar estaba fuerte, como en la primera mitad de los años ochenta, su fuerza se consideró un problema que había que corregir y para hacerlo se firmó el Acuerdo del Louvre. Sin embargo, el dólar sigue fortaleciéndose o debilitándose en ciclos más o menos largos.<sup>59</sup> La sucesión de ciclos al alza y a la baja erosionan la estabilidad del dólar, característica fundamental de un depositario de valor y de un activo internacional de reserva.

<sup>59</sup> Entre 1985 y 1987 el dólar fue a la baja a causa de los grandes déficit comerciales de Estados Unidos. Entre 1995 y 2000 el auge económico derivado de la “nueva economía” llevó a un alza del dólar. De 2001 a 2004, los grandes déficit comerciales, aunados a las tasas de interés reales negativas, determinaron otra caída del dólar [Chapoy, 2004]. A esto siguió la formación de la burbuja de la vivienda (2004-2007) que llevó al dólar hacia arriba. Durante 2007 y hasta septiembre de 2008, la primera fase de la crisis financiera hizo que el valor del dólar cayera. Crespo [2009] reduce los ciclos del dólar, a partir de 1971, a tres: de debilidad hasta 1980; de fortaleza, de 1980-2002, y de debilidad desde este último año, con subperiodos alternativos de debilidad o fortaleza en cada uno de esos ciclos.

El 1 de octubre de 2009, Bernanke [2009] declaró ante el Congreso:

Yo creo lo que dijo el Sr. Zoellick en el sentido de que no hay riesgo inmediato para el dólar; es una cuestión relativamente de largo plazo. También coincido con él, en que si no ponemos en orden nuestra casa, eso pondrá al dólar en peligro, siendo el elemento más crítico, la estabilidad fiscal a largo plazo [...]

Los países que han acumulado gran cantidad de reservas saben que corren el riesgo de sufrir la misma suerte que los europeos hace 30 años, cuando acumularon deuda de Estados Unidos cuyo valor casi se esfumó con la inflación [Rogoff, 2009a].

Es interesante señalar que en marzo de 2009 el real brasileño empezó a apreciarse respecto al dólar, cuando Brasil empezó a salir de la recesión. Hasta septiembre de 2009, el real se había apreciado casi 35%. Obviamente, la fortaleza de esa divisa afectó a los exportadores locales; prueba de ello es que el superávit comercial brasileño pasó de 3.1 mmd en agosto a 1.3 mmd en septiembre, debido al estancamiento de las exportaciones y al aumento de las importaciones. En septiembre de 2008 el superávit fue de 2.8 mmd. Ante esto, el 19 de octubre de 2009 el ministro de Hacienda de Brasil, Guido Mantega, anunció un impuesto de 2% a las inversiones extranjeras en activos de renta fija y variable, para apoyar al dólar frente a la apreciación del real. Por ello varios fondos de inversión llevaron sus recursos a otros países latinoamericanos, como México, cuya moneda se fortaleció; el 2 de septiembre de 2009 los extranjeros habían invertido 19.7 mmd en papeles mexicanos, cifra que ascendió a 22.8 mmd el 14 de octubre (Banco de México). Los dólares estaban pagando muy bajas tasas de interés a los ahorradores de todo el mundo.

Al iniciarse 2010, las perspectivas económicas de Estados Unidos, ligeramente mejores que las de Europa y Japón, y la amenaza, que se hizo realidad, de una crisis de deuda en la eurozona, determinaron una apreciación del dólar en los meses siguientes.<sup>60</sup>

<sup>60</sup> El euro, después de llegar a 1.52 dólares a fines de 2009, se cotizaba a 1.35 en febrero de 2010.



No obstante, como la reducción de los desequilibrios globales será temporal, seguirá la presión a la baja sobre el dólar. Es probable que la caída sea mayor respecto a las monedas de países emergentes, dado el mayor ritmo de crecimiento en éstos.

Ya se dijo que China ha estado evitando que se fortalezca su divisa, el yuan, y se duda que ese país abandone su estrategia de crecimiento basada en las exportaciones. Para contribuir a reducir los desequilibrios globales el yuan tendría que regresar a la moderada y paulatina apreciación iniciada en julio de 2005 e interrumpida a mediados de 2008;<sup>61</sup> esto es algo que a largo plazo ayudaría a reestructurar la economía de China, pero que sólo sería posible si disminuyeran las incertidumbres sobre la situación económica mundial. Además, el hecho de que las exportaciones chinas cayeran 16% en 2009, hace difícil pensar en una apreciación del yuan.

La apreciación del yuan aumentaría el consumo en China, reduciría el superávit en cuenta corriente, le daría independencia respecto a la política monetaria del Fed (a la que tiene que seguir en virtud de su tipo de cambio fijo) y frenaría las presiones inflacionarias. Pero, ¿qué consecuencias traería para Estados Unidos? Desde luego, algo que ya se dijo: aumentarían los precios de las importaciones procedentes de China, lo cual aceleraría la inflación, lo que a su vez podría provocar la adopción por parte del Fed de una política monetaria restrictiva antes de tiempo.

Es pertinente concluir este apartado con la siguiente cita:

Por un lado, la apreciación del yuan está relacionada con el manejo de la política monetaria. Hay una relación muy estrecha entre los cambios del financiamiento, la apreciación del yuan y la tasa de crecimiento del PIB. No es sino a finales del 2008 que China se enfrenta con la crisis en el mercado internacional y por tanto tendrá que hacer ajustes rápidos en el financiamiento para mantener el empleo y detener la tasa de desempleo y el modelo de exportación-manufacturera que ha permitido el crecimiento sorprendente durante al menos las dos últimas décadas. Es importante mencionar que la apreciación

<sup>61</sup> Una gradual apreciación del tipo de cambio, anclado en un nuevo régimen cambiario como el *basket-band-crawl* adoptado por Singapur, quizá sería lo más conveniente [ADB, 2010].

del yuan frente al dólar está relacionada con las presiones de Estados Unidos y sus socios comerciales por establecer relaciones de intercambio comercial más equitativas.

No hay duda de que el resultado del yuan barato se ha visto reflejado en los déficit que muestran sus socios comerciales; el mercado norteamericano, que es el más grande del mundo, en diez años ha visto aumentado su déficit comercial en 291%, pasando de 67 454 millones de dólares (md) a 262 372 md; en 2008 China exportó 21% de su producción a Estados Unidos e importó sólo 13%; esto ha provocado un aumento desmesurado en sus reservas internacionales, al tener la asombrosa cantidad de 2.27 billones<sup>62</sup> (trillions) de dólares [Girón, 2010].

#### EN BUSCA DE UN NUEVO SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

Ante los problemas que causan a la economía mundial las fluctuaciones entre las principales divisas, desde hace tiempo se piensa en la posibilidad de: 1) coordinar la política monetaria entre los países que integran el grupo de los tres (G-3): Estados Unidos, la Unión Europea y Japón; 2) sustituir el dólar por una canasta de divisas que incluya también a esa moneda, y desde luego al DEG, o 3) crear una nueva moneda de reserva internacional, que podría ser el DEG. Así los países tendrían más autonomía en cuanto a su política monetaria pues ya no tendrían que seguir la del Sistema de la Reserva Federal (Federal Reserve System, Fed).<sup>63</sup>

<sup>62</sup> Cifra a septiembre de 2009.

<sup>63</sup> Por ejemplo, los países del Golfo exportadores de petróleo vinculan sus monedas al dólar, lo que implica importar la PM de Estados Unidos; por ello esos países están viendo la posibilidad de formar una unión monetaria y de tener una sola moneda. Sólo por mencionar algunos casos: en marzo de 2008, la inflación en Arabia Saudita era de 7%, la más alta en 27 años, y aun así tenía que mantener una política monetaria laxa, siguiendo la de Estados Unidos.

*a) Coordinación de la política monetaria  
entre los países del G-3*

En vista del auge de la globalización, desde hace muchos años se considera que por la enorme repercusión internacional que tienen las políticas monetarias de Estados Unidos, la UE y Japón, debería establecerse un mecanismo para coordinar sus políticas monetarias (PM), o al menos incrementar la cooperación en materia de regulación, vigilancia y supervisión de los mercados internacionales de capital, para evitar crisis causadas por cambios súbitos en la transferencia de recursos financieros.

Se dice que si se redujera la volatilidad entre las monedas del G-3, el resto de las divisas sería menos volátil. En la actual turbulencia los bancos centrales han coordinado algunas de sus acciones, aunque desde luego, la PM por sí sola no podrá corregir los problemas económicos mundiales.

El debate sobre una “flexibilidad controlada” por medio del establecimiento de zonas meta que los bancos centrales harían respetar mediante intervenciones en los mercados, fue relanzada<sup>64</sup> en Davos (1999) por el economista C. Fred Bergsten, quien sugirió que la eurozona, Estados Unidos y Japón deberían buscar un acuerdo sobre amplias bandas de fluctuación (20 y 30%). A ello se opuso Robert Rubin, a la sazón secretario estadounidense del Tesoro, que se inclinaba por tipos de cambio flotantes respaldados por “políticas sólidas”. George Soros tampoco apoya lo que él llama una “estabilidad artificial”. Las fluctuaciones de los tipos de cambio obedecen tanto a la falta de coordinación de las políticas

<sup>64</sup> En 1994, en el 50 aniversario del establecimiento del FMI y del Banco Mundial, la Comisión de Bretton Woods presentó un plan de reforma del SMI consistente en establecer zonas meta para las relaciones dólar-yen y dólar-marco alemán (actualmente sería dólar-euro), y un sistema de coordinación “más estructurado” de las políticas macroeconómicas de Estados Unidos, Japón y la UE. Lo anterior permitiría recuperar parte de la disciplina existente bajo los acuerdos de Bretton Woods. Un sistema estable de tipos de cambio es inalcanzable, sea con tipos fijos o flexibles, a menos que los países, especialmente los de mayor peso económico, adopten políticas acertadas –fiscales, monetarias, de comercio exterior, etc.– y las coordinen teniendo en cuenta las repercusiones internacionales de esas políticas.

macroeconómicas como a las perturbaciones violentas provocadas por los mercados financieros. Las zonas meta pretenden resolver ambos problemas, evitando los grandes desequilibrios entre los tipos de cambio, no fijando éstos de manera rígida ni utilizándolos como anclas antiinflacionarias.

Según Rogoff [2003: 56-57], bastaría que los integrantes del G-3 adoptaran PM internas adecuadas, pues la inestabilidad de los tipos de cambio de esos países no repercute notablemente en el comercio; en cambio las tasas de interés inciden mucho más que los tipos de cambio en la economía del G-3. Coincidiendo con esto, Reinhart y Reinhart [2001] encontraron que la inestabilidad de las tasas de interés del G-3 daña a los países subdesarrollados mucho más que la inestabilidad cambiaria. Los vínculos internacionales en cuanto a inversiones por sí mismos inducen a las autoridades a considerar la repercusión mundial de sus PM, con o sin coordinación de la política monetaria.<sup>65</sup>

Blinder [2006] se pregunta también si el Fed, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ) tienen responsabilidades globales y deben considerar el bienestar de otros países al decidir su PM interna. Aunque el mandato de los bancos centrales es local, es evidente que las economías europea, estadounidense e incluso japonesa, son tan grandes e importantes tanto en la actividad financiera como en la economía real, que no pueden eludir responsabilidades especiales. El mismo autor opina que en la medida en que prosiga la integración económica el Fed, el BCE y el BOJ implícitamente irán asumiendo más compromisos globales.

Ante la evolución de la actual crisis, es evidente que debe haber una coordinación entre los principales países y organismos internacionales para resolver no sólo la crisis financiera sino también para definir las bases de un sistema monetario internacional (SMI) más estable. Recientemente, Guttmann [2008b: 21] planteó la posibilidad, ya tratada por otros autores (Bergsten con sus zonas meta), de que surja una economía mundial multipolar compuesta

<sup>65</sup> Quienes sostienen esto, han fusionado los tradicionales modelos keynesianos con la versión de Nash sobre “la teoría de los juegos”, según la cual los resultados individuales dependen de la forma de actuar del colectivo y a ningún jugador le conviene cambiar su estrategia sin la cooperación del resto.

por zonas para el dólar, el euro y el yen/yuan. Pero habría que empezar por crear instituciones multilaterales para poner en práctica la necesaria coordinación entre bloques de poder que compiten entre sí.

La actual crisis ha revelado profundas fallas estructurales en el sistema financiero desregulado. Tras la caída del sistema de tipos de cambio fijos a principios de los años setenta, en la década de los ochenta Reagan y Thatcher impulsaron en el mundo la doctrina del libre mercado para hacer viables por doquier la privatización y la desregulación. El FMI estimuló la liberalización de los movimientos de capital; las consecuencias de ello se están sufriendo ahora de manera más dramática que en crisis anteriores.

Lo sucedido en los mercados financieros ha demostrado una vez más, que al menos cuando se presentan tensiones se necesita de la coordinación entre los principales bancos centrales con el fin de evitar la inestabilidad global, o si ésta ya existe, aminorar sus consecuencias.

En esta crisis, la coordinación tuvo lugar sobre todo en lo referente a las inyecciones de liquidez por parte de los BC a sus respectivos sistemas financieros. Más difícil fue coordinar la política de tasas de interés, en virtud de los desequilibrios globales en cuenta corriente, que exigían diferentes respuestas y enfoques de política monetaria y fiscal. No obstante, el 8 de octubre de 2008, al agravarse la crisis, los BC de Estados Unidos, la eurozona y Canadá se vieron obligados a coordinar una reducción en sus respectivas tasas de referencia; esta acción coordinada se repitió varias veces. En vista de la transmisión del riesgo a través de las fronteras también se requiere coordinar la regulación financiera, pues si ésta es inadecuada en un país, las consecuencias se harán sentir en otros.

#### *b) Canasta de divisas*

##### El dólar y la economía mundial

Indiferente a las repercusiones de sus medidas económicas sobre los demás países, Estados Unidos, como centro del SMI basado en el dólar, disfruta del privilegio exclusivo de pedir prestado en su

propia moneda en el exterior y después devaluar cuando hay que devolver el préstamo.

Estados Unidos registra déficit comerciales, que como ya se indicó, son financiados por otros países. En 2006, con un déficit comercial equivalente a 6% de su PIB, el país absorbía casi la mitad del ahorro mundial, al tiempo que registraba una tasa de ahorro personal negativa (-2%). Para Estados Unidos la deuda externa no es una pesada carga pues puede pagarse emitiendo más dólares, ventaja que Guttman denomina “señoreaje global” [2008b: 14].

Huelga decir que los mercados cambiarios están siendo afectados por la situación financiera mundial, pues la fluctuación de los tipos de cambio —el precio relativo de los bienes y los activos financieros de un país en comparación con el de otro— es el principal canal de transmisión de las conmociones entre distintas economías.

El tipo de cambio efectivo real del dólar estadounidense entró en una baja pronunciada a mediados de 2007, cuando empezó a retroceder la inversión extranjera en títulos estadounidenses, ante las perspectivas de crecimiento poco alentadoras en ese país y la expectativa, que se hizo realidad, de recortes en las tasas de interés. Como los activos no riesgosos de Estados Unidos ya no redituaban tanto y bajó mucho la demanda de títulos respaldados por activos, el dólar perdió atractivo entre los inversionistas extranjeros y cayó a mínimos no vistos en años.<sup>66</sup> La principal contrapartida de la depreciación del dólar fue la apreciación del euro, del yen y de otras monedas de flotación libre como el dólar canadiense y las divisas de algunos mercados emergentes.<sup>67</sup>

<sup>66</sup> Cuando en 2007 los activos estadounidenses cayeron en problemas y se inició la crisis, los recortes en la tasa de referencia del Fed hicieron que el dólar se depreciara pues el euro, que valía 77.71 centavos de dólar en diciembre de 2007, pasó a cotizarse a 1.6038 dólares a mediados de julio de 2008. Por su parte, el yen aumentó más de 30% frente al dólar entre junio de 2007 y mayo de 2008, lo que perjudicó enormemente a la economía japonesa, que depende mucho de las exportaciones.

<sup>67</sup> Las monedas de varios países con elevados superávits en cuenta corriente —como China y los exportadores de petróleo del Medio Oriente— siguieron bajo regímenes controlados.

La debilidad del dólar, combinada con los problemas financieros, impulsó a algunos inversionistas a abandonar los activos financieros denominados en dólares y a refugiarse en productos básicos como “activos alternativos”. El 19 de febrero de 2008 el precio de la onza de oro, activo de cobertura usual en épocas de volatilidad, llegó por breve tiempo a casi 1 000 dólares; en noviembre bajó hasta 760 dólares y luego empezó a subir. La decisión del Fed de mantener bajas tasas de interés hizo que en los últimos meses de 2009 la onza de oro se cotizara por encima de los 1 000 dólares. Los menores rendimientos globales impulsaron el precio del oro, en lo que podría ser otra burbuja, pues en noviembre de 2010 llegó casi a 1 400 dólares por onza (véase el cuadro 15).

Pero cuando la crisis llegó a Europa y otras regiones, la revaluación del ambiente macroeconómico mundial y la evolución de las expectativas sobre la trayectoria futura de las tasas de interés fortalecieron al dólar frente al euro;<sup>68</sup> en esto influyó también el plan de rescate de Estados Unidos por 700 mmd, aprobado en octubre de 2008 y el hecho de que los bancos estadounidenses pidieran a sus filiales en todo el mundo recursos para hacer frente a sus necesidades de liquidez de corto plazo ante la escasez de crédito. En octubre de 2008, con excepción del yen que se había apreciado frente al dólar (a 94 desde 110 un mes antes), el resto de las divisas se habían depreciado.

El euro posee los atributos de una moneda de reserva: la dimensión de la eurozona, el desarrollo de sus mercados de capital, su participación en el comercio mundial y una balanza en cuenta corriente prácticamente en equilibrio (hasta el inicio de la actual crisis), a diferencia de la estadounidense. En 1999, al lanzarse el euro, las monedas que entonces integraban la eurozona representaban 18% de las reservas mundiales de divisas; ese porcentaje subió a 25.8% a fines de 2006 [FMI, 2007]. Aunque la eurozona se vio afectada por la depreciación del dólar, ésta afectó más a países

<sup>68</sup> Cuando a mediados de agosto de 2008 los capitales golondrinos empezaron a dirigirse hacia Estados Unidos, ante indicios de recesión en Europa y Japón, el euro bajó a 1.47 dólares, después de haberse cotizado un mes antes en 1.60 dólares; posteriormente bajó hasta 1.25 pero volvió a ascender aunque en menor medida (1.45 dólares en septiembre de 2009).

CUADRO 15. PRECIO DEL ORO  
(DÓLARES POR ONZA TROY)

<i>Periodo</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Enero	413.80	424.00	549.86	631.20	889.60	858.69
Febrero	404.90	423.40	555.00	664.70	922.30	943.00
Marzo	406.70	433.90	557.10	654.90	968.43	924.27
Abril	403.30	429.20	610.70	679.37	909.71	890.20
Mayo	383.80	421.90	675.40	667.31	888.66	928.65
Junio	392.40	430.70	596.10	655.66	889.49	945.67
Julio	398.10	424.50	633.70	665.38	939.77	934.23
Agosto	400.50	437.90	632.60	665.21	839.03	949.38
Septiembre	405.30	456.00	598.20	712.65	829.93	996.59
Octubre	420.50	469.90	585.80	754.60	806.62	1 043.16
Noviembre	439.40	476.70	627.80	806.25	760.86	1 127.04
Diciembre	442.10	510.10	629.80	803.20	816.09	1 134.72

Fuente: FMI, base de datos estadística, consultada en abril de 2010. Elaboración propia.

como China y Japón, cuyas tenencias netas de dólares son más cuantiosas.

Los países que por vincular sus monedas al dólar tienen abundantes reservas en esa divisa se ven obligados a adoptar las medidas anti-recesivas de Estados Unidos, aun si enfrentan una creciente inflación. Cuando el valor del dólar declina, esos países pierden enormes cantidades de dinero sobre sus masivas reservas en tal divisa; si decidieran acabar con el vínculo, habría enorme presión sobre el dólar.

Ya en plena crisis, en una comparecencia ante el Congreso de su país (26 de febrero de 2008), Bernanke, presidente del Fed, señaló que los inversionistas globales seguían apostándole al dólar, pues se refugiaban en bonos del Tesoro de Estados Unidos.<sup>69</sup>

<sup>69</sup> El Departamento del Tesoro señaló que en abril de 2008 se registraron compras netas de valores estadounidenses por 60.6 mmd, el mayor nivel desde enero de 2006.



En realidad los BC invertirían en esos valores para detener la depreciación del dólar, que podría perjudicarlos y agravar la crisis mundial.

Los gobiernos compran gran cantidad de bonos en dólares no sólo para aumentar sus reservas; también buscan mantener la competitividad de sus exportaciones subvaluando sus tipos de cambio mediante sustanciales intervenciones cambiarias. Japón usó la promoción de las exportaciones para estimular la demanda y para tratar de recuperarse de la prolongada recesión iniciada a principios de los años noventa. Varios países asiáticos limitan las fluctuaciones de sus monedas en relación al dólar a fin de mantener sin cambio su relación con el yuan, y en consecuencia sus exportaciones a Estados Unidos son muy cuantiosas [Feldstein, 2005].

Estas acciones podrían llegar a ser insostenibles.<sup>70</sup> La interrogante es si los países superavitarios deben dejar de financiar los déficit estadounidenses y asumir pérdidas del tipo de cambio en dólares ahora o esperar más tiempo y enfrentar pérdidas aun mayores en el futuro. La depreciación del dólar tendría dolorosas repercusiones en sus acreedores; si China permitiera que el yuan flotara libremente y el dólar cayera 20%, sufriría pérdidas sobre sus reservas en dólares, equivalentes a 8% de su PIB.

<sup>70</sup> La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo [UNCTAD, 2009a] afirma que podrían cumplirse varios objetivos cruciales tendentes a regir el comercio y las finanzas globales adoptando tan sólo una medida: “un tipo de cambio real constante”. Como el tipo de cambio real se define como el tipo de cambio nominal ajustado por los diferenciales de inflación entre países, es posible mantener un tipo de cambio real constante si los tipos de cambio nominales siguen estrictamente los diferenciales de inflación. Así, desaparece la posibilidad de una inflación muy alta, al devaluarse el tipo de cambio nominal. Introducir esta regla exigiría un enorme compromiso político y sería una tarea plena de dificultades técnicas. Implicaría un profundo análisis para identificar el nivel al cual se fijarían los tipos de cambio, para que hubiera las menores fricciones posibles. La UNCTAD considera que esta regla va más allá de los instrumentos enfocados en gravar los flujos de capital, o en la concesión incondicional de ayuda internacional en tiempos de crisis, o en frenar el sistema financiero para desacelerar el ritmo de la especulación. Con una regla cambiaria explícita, el problema se evita al desaparecer los incentivos para especular.

### El porqué de una canasta de divisas

El relativo debilitamiento del poderío económico de Estados Unidos y la consecuente baja en el valor de su divisa podrían hacer que los inversionistas ya no estuvieran dispuestos a mantener el grueso de su riqueza en dólares. Si los países asiáticos y los exportadores de petróleo dejaran su vínculo con el dólar, habría severas modificaciones en el juego de fuerzas internacionales, como señalan Soros [2008] y otros expertos. Vincularse a una canasta de monedas les permitiría una política monetaria más flexible y disminuiría la demanda de dólares.

Desde que apareció el euro, esta idea adquiere cada vez mayor importancia. En sus primeros 10 años de existencia el euro ha ayudado a estabilizar los precios en países anteriormente proclives a la inflación, también ha protegido contra crisis monetarias y conducido a cierta disciplina presupuestal. Además de que 16 países lo han adoptado, otros se han vinculado a él y muchos otros lo utilizan. En el ámbito internacional aun no rivaliza con el dólar pero es una moneda regional fuerte en Europa y en la región del Mediterráneo. Sin embargo, los años por venir serán más difíciles para la eurozona. La actual crisis le ha impuesto dos grandes desafíos: ajuste económico real dentro de la eurozona y mantenimiento de la estabilidad fiscal y financiera; lo más grave es que tiene que hacer esto sin contar con una autoridad oficial central capaz de tomar decisiones adecuadas sobre esas áreas en tiempos difíciles.

En los buenos tiempos el euro fue atractivo allende sus fronteras; pero en los tiempos turbulentos iniciados al intensificarse la crisis financiera en Estados Unidos, ha mostrado de inestabilidad [Pisani-Ferry y Posen, 2009], pues, entre otras cosas, la moneda común impidió adoptar ciertas medidas para salir de la crisis.<sup>71</sup> Por otra parte, es preciso hacer ver que la depreciación de la libra esterlina no consiguió impulsar la economía del Reino Unido, país no miembro de la eurozona. La incipiente recuperación económica de Estados Unidos se reflejó en una apreciación del dólar y por

<sup>71</sup> Porque tienen una moneda común, pero sus estructuras económicas, sus sistemas financieros y sus políticas económicas y fiscales son muy diferentes.

ende en una depreciación del euro, lo que beneficia a los países que exportan a países no miembros de la eurozona.

Si bien la supremacía del dólar podría mantenerse todavía por muchos años, los acontecimientos parecen indicar que el SMI se orientará cada vez más a uno en el cual, como ya se dijo, el propio dólar (aunque reducido a su justa dimensión), el euro, el yen, el DEG y las divisas de algunos países emergentes (encabezadas por el yuan), compartan el liderazgo mundial y también el señoreaje. Esta posibilidad se menciona incluso en una publicación del Foro Económico Mundial [2008: 6]: “A largo plazo, el dólar podría sufrir una creciente presión como moneda de reserva global, lo que mermaría la posición geopolítica de Estados Unidos, y anunciaría el fin de un periodo hegemónico en la historia económica global.”

Un artículo de Fukuyama [2008: 25] hace alusión a un trabajo del columnista de *Newsweek*, Fareed Zakaria, acerca del “mundo posterior al dominio americano”, tomando en cuenta el elevado endeudamiento de Estados Unidos frente a la gran acumulación de reservas monetarias internacionales de los países emergentes.

Guttmann [2008a: 20] se suma a esta idea al sostener que la crisis va a acelerar la declinación del dólar tanto en su valor como en su participación en el mercado. La erosión de la posición del dólar como medio internacional de cambio, a largo plazo podría dificultar a Estados Unidos financiar sus déficit con los ahorros procedentes del extranjero; incluso pagar el servicio de su deuda externa bruta, que asciende a más de 13 billones de dólares (2008).

La ONU [2009a] da argumentos atendibles acerca de la no conveniencia de un sistema de múltiples monedas de reserva. Sostiene que un sistema basado en una canasta de monedas que compitan entre sí, no resolvería la inequidad del actual sistema ya que los activos de reserva seguirían siendo proporcionados por los países industriales. Habría otro elemento de inestabilidad, relacionado con la volatilidad cambiaria entre las monedas usadas como reserva, problema que existe en el actual sistema. Esa volatilidad provoca mayores ganancias y pérdidas de los BC sobre sus tenencias de reservas, una característica que acentúa el riesgo relacionado con mantener activos de reserva específicos y, por

tanto, merma su valor como lo que se supone que son, activos de bajo riesgo.

Si los BC y las agencias privadas respondieran a las fluctuaciones cambiarias modificando la composición de sus activos internacionales, esto alimentaría una inestabilidad cambiaria. Siendo así, de acuerdo con la ONU, un sistema de varias monedas de reserva generaría crecientes exigencias de un acuerdo de tipos de cambio fijos entre las principales divisas; lograr esto en un mundo con libre movilidad del capital sería una tarea enorme. También requeriría coordinación de la política económica y pérdida de la soberanía monetaria, algo casi imposible en las actuales condiciones.

Para concluir este apartado viene al caso citar a Soros [2008: vii]: “El mundo está en medio de la peor crisis financiera desde los años treinta [que] marca el fin de una era de expansión crediticia basada en el dólar como moneda de reserva internacional”.

*c) Una nueva moneda de reserva diferente al dólar*

En marzo de 2009 el presidente del Banco Popular de China, Zhou Xiaochuan propuso la creación de una nueva divisa de reserva internacional no vinculada a país alguno (aunque ...administrada por el FMI), que pueda mantenerse estable en el largo plazo y que elimine las deficiencias inherentes al uso de monedas nacionales. El funcionario resaltó que esta crisis hizo evidentes las deficiencias del actual sistema. Como era de esperarse, la propuesta generó inquietud en los círculos financieros internacionales, sobre todo en Washington. Igual propuesta hizo el grupo BRIC<sup>72</sup> (Brasil, Rusia, India y China) en su cumbre celebrada en Ekaterimburgo (Rusia, julio de 2009) [Xie y Townsend, 2009].

También la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo [UNCTAD, 2009a] señala la necesidad de reemplazar al dólar como principal divisa en el comercio internacional,

<sup>72</sup> Goldman Sachs acuñó el término en 2003, pero en 2009 añadió siete países: Bangladesh, Egipto, Indonesia, Irán, México, Nigeria, Paquistán, Filipinas, Corea del Sur, Turquía y Vietnam, para constituir “los nuevos once” (países emergentes) [Roubini, 2009e].

estableciendo una nueva moneda para proteger a los países emergentes de la especulación financiera.

La creación de una moneda de reserva internacional emitida por un banco supranacional fue planteada por Keynes hace más de 75 años en su *Tratado sobre el dinero*, y la redefinió en la reunión de Bretton Woods. La actual situación ha insuflado nuevo vigor a ese tipo de propuestas. Como se requerirá un enorme esfuerzo internacional para llegar a un acuerdo, es imperativo empezar a trabajar en ello si se quiere contar con un sistema financiero internacional estable, indispensable para lograr un crecimiento sólido.

Los incrementos en la deuda nacional de Estados Unidos y en la hoja de balance del Fed, minan la estabilidad del dólar y su papel como depositario de valor. El rendimiento de las tenencias en dólares no compensa el riesgo cambiario que asumen los países tenedores. Por esto conviene adoptar una moneda de reserva verdaderamente global, ya que la confianza en ella y su estabilidad no dependerían de las medidas económicas y políticas de un solo país o de un pequeño grupo de países.

Una moneda de reserva global cuya creación no se basara en la posición externa de una economía nacional sería un mejor mecanismo para manejar la inestabilidad y el sesgo deflacionario que enfrenta el sistema.

El actual SMI ha traído los problemas ya señalados: desequilibrios globales, inestabilidad internacional e insuficiente demanda agregada global. El nuevo sistema aseguraría que conforme la economía mundial se recuperara, no se establecieran las bases de otra crisis. Por la fuerte recesión que padece, Estados Unidos podría reconocer lo costoso de su papel como emisor de moneda de reserva; además, la respuesta estadounidense a la crisis traerá grandes desequilibrios internos y también externos, con impredecibles implicaciones para el SMI. Así, pudiera ser que tanto éste país como los países con grandes reservas en dólares vieran la conveniencia de avanzar a un nuevo sistema.

Según una propuesta de la ONU [2009a], la moneda global estaría respaldada por una canasta con las monedas de *todos* los países. Otra alternativa: como en el caso de los DEG, el tipo de cambio de la nueva moneda sería el promedio ponderado de una canasta

de monedas convertibles, la composición de la cual tendría que acordarse.

La moneda global podría asignarse a los países con base en una fórmula relacionada con su participación en el PIB mundial o con sus necesidades (alguna estimación de la demanda de reservas). Como los países en desarrollo mantienen reservas que son, en proporción a su PIB, varias veces las de los países industriales (26.4% del PIB en 2007, frente a 4.8% de los países de ingreso alto de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE), para manejar la volatilidad de la balanza comercial y de la cuenta de capital que ellos enfrentan, una fórmula que asignara la moneda de acuerdo con alguna definición de demanda de reservas daría por resultado asignaciones proporcionalmente más grandes a estos países. La actual asignación de DEG se basa en el sistema de cuotas en el FMI, algo sujeto a debate debido a que los países más ricos obtienen una mayor participación de las nuevas asignaciones, en lugar de atender a las necesidades de los diferentes países.

Las naciones superavitarias perderían toda o parte de su cuota asignada si no la usaran para incrementar la demanda global [Naciones Unidas, 2009a]. Al monto de las emisiones anuales debe fijársele un límite para contrarrestar el incremento en reservas, es decir reducciones en el poder de compra global resultante de acumulaciones de reserva. Lo más simple sería hacer una emisión anual equivalente a la demanda adicional estimada de reservas de divisas debida al crecimiento de la economía mundial. Pero podrían emitirse de una manera anticíclica, concentrando la emisión en periodos de crisis.

Con una nueva forma de asignar las emisiones se podrían corregir también las inequidades relacionadas con la gran acumulación de reservas de los países en desarrollo. Si las emisiones se hicieran de manera anticíclica, desempeñarían un papel estabilizador aun más importante [Naciones Unidas, 2009a].

La ONU, coincidiendo con el presidente del banco central chino, considera que el manejo del nuevo sistema debe recaer en el FMI, que actualmente emite la única *cuasi* moneda global, el DEG, con base en el cual podría surgir el nuevo sistema, aunque podría crearse una nueva institución, un “Banco de Reserva global”. Para

seguir basándose en el FMI, éste tendría que ser objeto de reformas fundamentales; esto lleva a analizar la actuación de esa institución durante la crisis. Al final de la siguiente sección se amplía el tema del papel del DEG en un sistema monetario internacional reformado.

En el curso de 2010 surgió una amenaza para la economía global derivada del hecho de que en los principales países avanzados las tasas de interés seguían muy bajas, lo que creó problemas a los países emergentes para conducir su PM. A causa de esas tasas tan bajas y de la debilidad económica de los mercados maduros, aumentaron los flujos de capital privado a mercados emergentes de Asia y América Latina, como China, Brasil y México, en busca de mayores rendimientos. Esas desestabilizadoras corrientes de capital han provocado la apreciación de las monedas locales y una elevación en los precios de los activos en los países emergentes.

Ante esto, incluso el Banco Mundial (BM) y el FMI reconocen la conveniencia de controles limitados y temporales a las entradas de capital. De hecho Brasil aplica ya ese tipo de controles. Con el estímulo cuantitativo anunciado en Estados Unidos el 3 de noviembre,<sup>73</sup> es muy probable que buena parte de los dólares adicionales vayan a los países emergentes, lo que presionará aún más al alza los tipos de cambio y aumentará el peligro de que se formen burbujas.

Por las consecuencias adversas que los movimientos desordenados en los tipos de cambio tienen en la estabilidad económica y financiera, las medidas para alcanzar un crecimiento económico global fuerte, sostenible y equilibrado deben incluir sustanciales realineamientos cambiarios que ayuden a generar crecimiento guiado por la demanda interna en los países con superávit y por la demanda externa en los países deficitarios.

Actualmente varios países están tratando de incrementar sus exportaciones de manera simultánea. Esto no es posible, como tampoco lo es que todas las monedas se debiliten al mismo tiem-

<sup>73</sup> Para lograr un ritmo más fuerte de recuperación económica y para ayudar a mantener la inflación en niveles bajos, el Fed decidió comprar 600 mmd de valores a largo plazo hasta fines del segundo trimestre de 2011. El Fed ajustará el programa conforme se necesite para maximizar el empleo y la estabilidad de precios.

po. La reciente evolución de los tipos de cambio podría dar lugar a estrategias de fastidiar al vecino, sobre todo con devaluaciones competitivas que provocarían guerras cambiarias y comerciales a nivel global, algo que como ya se dijo, puede verse acentuado por la política de expansión monetaria impulsada por el Fed el 3 de noviembre. En el curso de la crisis, cada decisión del Fed ha ido seguida de una caída en el valor efectivo del dólar, por lo que la mayor relajación monetaria traerá mayores tensiones.

La determinación de tipos de cambio que reflejen las variables económicas fundamentales y permitan un comercio equilibrado no se puede confiar a los mercados. Sólo un acuerdo multilateral para el manejo del tipo de cambio daría mayor estabilidad a la economía mundial.

Esto ha revitalizado las propuestas de crear una nueva divisa de reserva internacional no vinculada con país alguno. Con tal moneda sería posible regular la creación mundial de liquidez. El sistema presionaría a los países a reducir sus superávits para aumentar su contribución a la demanda agregada global, ayudando así a reducir los desequilibrios globales.

A fines de octubre de 2010, durante la reunión de ministros de finanzas del G-20, Estados Unidos clamó que no hubiera intervenciones en el mercado cambiario, en una clara alusión a China. Pero Estados Unidos preparaba ya la expansión de su política monetaria anunciada el 3 de noviembre. Los 600 mmd que el Fed comprará en valores a largo plazo equivalen a bajar en medio punto porcentual la tasa de interés, por la cantidad de dinero que va a entrar a la economía. La compra de bonos y la derrama de liquidez es una intervención para depreciar el dólar pues hay poca diferencia entre flexibilizar la PM (bajando las tasas de referencia o proporcionando más liquidez), e intervenir directamente en el mercado cambiario; ambas medidas debilitan la moneda.

El incremento de la oferta monetaria provocado por el Fed tendrá otra consecuencia adversa: elevará aun más los precios de las materias primas a escala mundial, exacerbando las tensiones sociales. Esto porque es probable que los bancos prefieran capitalizarse y no prestar esos recursos, y/o podrían usar la liquidez que le proporciona el Fed a tasas cercanas a cero, para negociar



y especular con divisas y materias primas, con los consecuentes daños para la economía real. Lo que se requiere es inversión real, no crear más dinero.

Las sucesivas crisis globales: alimentaria, de energía, financiera, económica, de deudas soberanas, se han reforzado entre sí. Actualmente, la inminencia de una crisis cambiaria y comercial amenaza con llevar a la economía mundial a una recesión más profunda y a un mayor desempleo. Por ello, el reequilibrio global debe ser una prioridad colectiva al igual que el establecimiento de normas a escala mundial en materia de política cambiaria. Autores como Hein y Truger [2010] consideran que lo que se requiere es un Nuevo Trato Keynesiano Global, en el cual se apliquen políticas económicas para evitar una depresión deflacionaria en los principales países. La coordinación a escala global es indispensable para detener las devaluaciones competitivas que llevarían a la economía global a más turbulencia, a un crecimiento débil o a una segunda recesión.

Desgraciadamente, y como era de esperarse, en la quinta cumbre de líderes del G-20 (Seúl, Corea, 11 y 12 de noviembre de 2010) no hubo acuerdos para resolver los problemas relacionados con los tipos de cambio, pues ni China ni Estados Unidos cedieron un ápice en sus posiciones, lo que presagiaba una guerra cambiaria y comercial. Al final de la cumbre la presidencia del G-20 fue asumida por Nicolas Sarkozy, para quien la prioridad inmediata es crear un SMI “realmente multilateral”, no dominado por el dólar estadounidense.

Para los dirigentes de los principales países superavitarios, como China, Brasil, Alemania, la principal amenaza para la economía mundial no proviene de sus naciones, sino de la muy laxa política monetaria de Estados Unidos. En cambio, este último acusa a aquellas naciones de basar su crecimiento en el resto del mundo y no en su demanda interna.

Los desequilibrios difícilmente se resolverían con la apreciación del yuan. Éste se apreció más de 20% frente al dólar en los tres años iniciados en julio de 2005, cuando China introdujo una reforma cambiaria. Sin embargo, en ese periodo el déficit comercial de Estados Unidos con China aumentó en 65 mmd [Com-

merce Department, 2009]. Tampoco la revaluación del yen en los años ochenta y noventa ayudó mucho en ese sentido. Las exportaciones chinas consisten básicamente en productos con poco valor agregado que ya no se producen en los países desarrollados. Incluso si China dejara de exportar, otros países lo harían en su lugar [Xiaoming, 2010].

Por otra parte, casi todo el superávit comercial de China lo producen trasnacionales occidentales en China. Xiaoming [2010] cita como ejemplo el caso de un iPod producido por Apple en China que es vendido en 299 dólares en Estados Unidos. La mayor parte de las ganancias va a la empresa estadounidense mientras que el productor chino sólo recibe 4 dólares por iPod, de donde se deduce que los desequilibrios globales no se deben a los tipos de cambio sino más bien a la estructura globalizada del comercio.

El gobierno de China insiste en que reformará su sistema cambiario pero de manera gradual. Manipular el yuan para apreciarlo entre 25 y 40% desestabilizaría la economía china, lo que tendría serias repercusiones en el ámbito mundial. También señala que en los últimos años ha estado haciendo grandes esfuerzos para reestructurar su economía y estimular el consumo interno, lo que con el tiempo tendrá un efecto importante a escala mundial [Xiaoming, 2010].

#### INDICIOS DE AVANCES

##### *a) El “nuevo” papel del FMI ante la crisis*

La institución trabaja con el Consejo de Estabilidad Financiera (que substituyó al Foro de Estabilidad Financiera) sobre un Sistema de Alerta Temprana (Early Warning Exercise, EWE) que evalúe la vulnerabilidad ante conmociones inesperadas y establezca conexiones con los riesgos sistémicos.

Tras dos años de deliberaciones, el 28 de abril de 2008 la Junta de gobernadores aprobó reformas a la estructura del FMI que aumentarán la voz y representación de los países de mercados emergentes y de bajo ingreso [FMI, 2008b]. Desde la Conferencia

sobre financiamiento del desarrollo (Monterrey, México, 2002) se había adquirido el compromiso de fortalecer la participación de los países subdesarrollados en las instituciones financieras internacionales.

Las reformas establecen una fórmula más sencilla para calcular las cuotas; el anterior sistema incluía cinco fórmulas. Se harán aumentos *ad hoc* de las cuotas de 54 países miembros<sup>74</sup> para que reflejen el peso relativo de los mismos y su importancia en la economía mundial. Esto fue finalmente aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI el 5 de noviembre de 2010, constituyendo “[...] el mayor cambio de influencia en favor de los países de mercados emergentes y en desarrollo [...]” [FMI, 2010c].

En la reunión del G-20 (Londres, abril de 2009) se acordó que la decimocuarta revisión de cuotas se completara en enero de 2011, dos años antes de lo previsto, para asegurar que las finanzas del FMI sean acordes con las necesidades del SMI.

Se reformará también la estructura de gobierno del FMI, basándose, entre otras, en las propuestas planteadas por el G-20 y la Oficina de Evaluación Independiente del propio FMI. Las reformas incluyen una enmienda que triplica los votos básicos para incrementar la voz de los países de bajo ingreso;<sup>75</sup> la creación de un mecanismo para garantizar que la proporción entre el total de votos básicos y el número total de votos permanezca constante en el caso de que se aumenten las cuotas en el futuro; la asignación de un segundo director suplente para los directores ejecutivos elegidos por grupos numerosos de países beneficiará sobre todo a los grupos de países africanos.

Aunque esas reformas aun requerían la aprobación de las respectivas legislaturas de los países miembros, los líderes del G-20 se

<sup>74</sup> Esos 54 países obtendrán un aumento de sus cuotas nominales de entre 12 y 106%, y serán las economías dinámicas de mercados emergentes las que recibirán algunos de los mayores aumentos. El aumento combinado de las cuotas relativas de esos 54 países será de 6.0%. Brasil, China, Corea, India y México obtendrán los mayores aumentos del número relativo de votos.

<sup>75</sup> Es el primer aumento de votos básicos desde la creación del FMI. Conforme al Convenio Constitutivo del instituto, cada país miembro recibió originalmente 250 votos básicos más un voto por cada 100 000 dólares de su cuota.

comprometieron a aprobarlas lo más pronto posible. La enmienda para incrementar el número de votos básicos y autorizar el segundo director suplente entrará en vigor cuando haya sido aceptada por las tres quintas partes de los países miembros del FMI, que representan 85% del número total de votos. Los aumentos de las cuotas se harán efectivos después de que la enmienda haya entrado en vigor.

En la mencionada reunión del G-20 en Londres se acordó elevar los recursos disponibles del FMI a 750 mmd, lo que implica triplicarlos. Para ello, más países participarán en los “Nuevos Acuerdos de Préstamo” del FMI (actualmente sólo 26, véase el cuadro 16); el FMI está tratando de expandir y flexibilizar esos acuerdos mediante negociaciones con los países miembros que participan en los mismos y otros participantes potenciales.

También se analizará en el Directorio Ejecutivo la posibilidad de que el Fondo realice la primera emisión de pagarés en favor de los países miembros, o sus BC, con lo cual también se reforzará la capacidad de la institución para suministrar a sus miembros asistencia financiera oportuna y efectiva [FMI, 2009a].

Una duplicación inmediata, de 250 mmd a 500 mmd, fue posible gracias a Japón (100 mmd), a la UE (100 mmd) y a otros donadores bilaterales. También para incrementar sus recursos, el FMI venderá parte de sus tenencias de oro y recurrirá a otros métodos.

El G-20 (Londres, abril de 2009) recomendó duplicar los préstamos concesionarios a alrededor de 6 mmd en un lapso de dos o tres años, pero Strauss-Kahn, director gerente del FMI, se manifestó dispuesto a conceder préstamos a países de bajo ingreso en condiciones aun más concesionarias, por lo que la cifra podría llegar a 8 miles de millones de dólares.

El FMI respondió a la crisis con compromisos de préstamo que alcanzaron un nivel histórico mayor a 158 mmd,<sup>76</sup> incluyendo un fuerte incremento de los préstamos concesionarios a las naciones más pobres del mundo. Aun así, el financiamiento del FMI cubre

<sup>76</sup> Esto incluye peticiones bajo la nueva línea de crédito flexible. Representa un muy rápido ascenso en relación al bajo nivel de 14 mmd a fines de 2007, y el de otros años recientes. Por ejemplo, los préstamos totales del FMI en años pico como 1998 y 2002 ascendieron a 86.2 mmd y 87.9 mmd, respectivamente.

CUADRO 16. NUEVOS ACUERDOS PARA LA OBTENCIÓN DE PRÉSTAMOS

En un ambiente de preocupación por la falta de liquidez internacional y por lo que entonces se consideraban perturbadores efectos de los movimientos de capital a corto plazo, en diciembre de 1961 los diez principales países industriales y a la vez poseedores de "monedas fuertes", se comprometieron a poner a disposición del FMI saldos de sus propias monedas hasta por 6 mmd cuando esa institución lo necesitase; esto es lo que se conoce como Acuerdos Generales de Préstamo (AGP) en vigor desde el 24 de octubre de 1962 por un periodo inicial de cuatro años, renovables; el monto de los acuerdos también ha variado. En 1982-1983, los acuerdos se modificaron por la crisis de la deuda y por las tensiones que provocó en el sistema financiero internacional, ampliándose las líneas de crédito. Los países comprometidos fueron EUA, Reino Unido, República Federal Alemana, Italia, Francia, Japón, Canadá, Países Bajos, Bélgica, Suecia. En 1964 Suiza se unió al grupo y existe un acuerdo paralelo con Arabia Saudita [Ainley, 1984]. En su XXI Cumbre (Halifax, Nueva Escocia, Canadá, 15-17 de junio de 1995) el G-7 volvió a alentar falsas esperanzas al anunciar que debatiría sobre el futuro de las instituciones internacionales, básicamente el FMI y el BM; pero los resultados de Halifax se limitaron a crear dentro del FMI: 1) un mecanismo financiero de emergencia; 2) un sistema de detección para prevenir o controlar futuras crisis financieras (nótese desde cuándo se planteaba esto). El primero sería de rápido desembolso pero sujeto a una muy estricta condicionalidad; se usaría en "circunstancias excepcionales", cuando se requirieran grandes programas de estabilización por parte del FMI, como en el caso de México (1995). Los recursos del mecanismo de emergencia provinieron de los AGP, los cuales se acordó duplicar; en ese entonces ascendían a 17 mm DEG, más los 1.5 mm DEG del acuerdo paralelo con Arabia Saudita. Así, los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP), nombre que se dio al mencionado mecanismo, ascendieron a 37 mm DEG. A los doce participantes originales se sumaron otros trece: Australia, Austria, España, Noruega, Dinamarca, Kuwait, Autoridad Monetaria de Hong Kong, Corea del Sur, Finlandia, Luxemburgo, Malasia, Singapur y Tailandia, que aportaron 15.8% (cada uno de los siete últimos, apenas 1%); los doce países originales, 84.2%. Para conceder un crédito al amparo de los NAP tenían que estar de acuerdo participantes que en conjunto aportaran al menos 28.9 mm DEG, y entre los cuales deberían estar los países del G-5, por lo que bastaba la oposición de Estados Unidos para negar un crédito, o bien la oposición de dos de los restantes países del G-5.

Fuente: Chapoy [1997].

sólo alrededor de 2% de las necesidades de financiamiento externo bruto de los países de ingreso bajo;<sup>77</sup> para asegurar niveles suficientes de apoyo financiero coherentes con la sostenibilidad de la deuda se requirió la participación de donadores bilaterales y de los bancos multilaterales de desarrollo. Se ha estado alentando a los países a recurrir al FMI de manera preventiva, sin esperar a que sus problemas se agraven. La línea de crédito flexible (LCF) es de rápido desembolso para reducir el estigma de pedir prestado y está destinada a economías con sólido desempeño económico; no hay condicionalidad. A fines de mayo de 2009 habían recibido crédito en el marco de la LCF, México (47 mmd), Colombia y Polonia (31 mmd entre los dos). Los países que no calificaran para obtener un crédito al amparo de la LCF podían acceder a otros servicios del FMI.

Pero sigue pendiente una auténtica reforma del FMI. Al respecto, un informe del Grupo de los 30 (G-30)<sup>78</sup> [2009] urge a los gobiernos a realizar una reforma de amplio alcance e integral del FMI; insta también a evitar que el actual ímpetu por reformar a la institución se diluya en cuanto la economía mundial empiece a repuntar. Recomienda mejorar la toma de decisiones del FMI y darle poder en el nivel político. Sugiere que ningún país por sí solo tenga poder de veto sobre las decisiones del FMI y que éste instaure un proceso abierto, transparente y basado en los merecimientos para elegir a su director gerente, sin atender a su nacionalidad; la decisión debería ser tomada por un Consejo dentro del FMI, cuerpo gobernante que fue propuesto originalmente por

<sup>77</sup> Según el presidente del Banco Mundial [Zoellick, 2010], desde mediados de 2008 el Grupo del Banco Mundial había comprometido más de 100 mmd en respaldo de los países en desarrollo, cifra que supera todos los niveles históricos. Añadió que aunque el Grupo ha sido tradicionalmente un prestamista de proyectos a largo plazo, sus desembolsos efectivos para el desarrollo han superado los pagos del FMI por la crisis.

<sup>78</sup> El informe es producto de un grupo de trabajo del G-30, grupo consultivo privado sobre asuntos económicos y monetarios internacionales fundado en 1978; no tiene fines de lucro y está integrado por representantes de alto nivel de los sectores público y privado y de la academia. Actualmente lo preside Jacob Frenkel, ex funcionario del FMI y ex gobernador del banco central de Israel.

los creadores del FMI. El informe propone que ese Consejo sustituya al Comité Monetario y Financiero Internacional. Stanley Fischer, gobernador del Banco de Israel y ex funcionario del FMI, declaró en conferencia de prensa que “la actual crisis financiera puso al descubierto debilidades en la eficiencia del sistema de vigilancia bilateral y multilateral del FMI, debidas sobre todo al rechazo de algunos países miembros de aceptar asesoría” [Grupo de los 30, 2009]. Por eso el informe recomienda que se obligue a los gobiernos a responder prontamente a las recomendaciones, lo que implica, entre otras cosas, que todos los países miembros participen en el Programa de Evaluación de la Estabilidad del Sector Financiero; de hecho ya se ha efectuado una evaluación de ese tipo al sistema financiero estadounidense. Para ser más efectivo, el FMI debe realizar evaluaciones para detectar vulnerabilidades y riesgos sobre una base continua en varios sectores, pues la próxima crisis podría ser financiera, pero también fiscal, de deuda, de balanza de pagos o inflacionaria. El FMI debe ser capaz de identificar y evitar crisis cualquiera que sean sus causas, así como de emitir alertas a países sistémicamente importantes sobre acontecimientos preocupantes en su economía o en el sector financiero.

*b) El G-20 y el SMI*

En el punto 25 de la Declaración del G-20 (Londres, abril de 2009), se reafirmó el compromiso de alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio; para ello se proporcionarían 50 mmd para protección social y apoyo al comercio en países de bajo ingreso, y se vendería parte de las reservas de oro del FMI, por lo que habría 6 mmd más para créditos a los países más pobres.

De lo dicho en esas reuniones es importante subrayar que se acordó procurar que al decidir las medidas de PM se consideraran sus efectos en otros países. Asimismo, se señaló que se evitarán devaluaciones competitivas<sup>79</sup> y se promoverá un SMI estable. Con

<sup>79</sup> Algo que desde luego no se cumplió, pues en el curso de 2010 se gestó una crisis cambiaria.

este propósito se planteó la conveniencia de crear un nuevo activo para proporcionar liquidez; en la reunión de 2008 del FMI y del BM se dijo que esto podría hacerse mediante una nueva emisión de DEG. En la reunión del G-20 mencionada se acordó apoyar una *asignación general de DEG* equivalente a 250 mmd para incrementar la liquidez global; 100 mmd irían directamente a los países emergentes y subdesarrollados. Los países menos desarrollados y por tanto de bajo ingreso, incrementarían sus reservas monetarias internacionales y con ello su capacidad de aplicar medidas anticíclicas. Tal medida fue aprobada por la Junta de Gobernadores del FMI el 7 de agosto de 2009 y tres días después entró en vigor la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo del FMI que consideró una asignación especial extraordinaria de DEG por aproximadamente 33 mil millones de dólares. Estas asignaciones dan pie para recordar las características, el surgimiento y objetivos del DEG.

c) *Los DEG y el SMI*

¿Qué son los DEG? El DEG es un activo de reserva creado por el FMI en 1969 para hacer frente a insuficiencias de liquidez internacional; sin embargo, el papel del DEG como activo de reserva es casi nulo. Su función principal es servir de unidad de cuenta al FMI y a otros organismos internacionales, y de medio de pago para que los países miembros puedan liquidar sus obligaciones financieras frente al FMI. No es una moneda (algunos la llaman *cuasi moneda*) ni un derecho frente al FMI. Representa un posible derecho frente a las monedas de libre uso de los países miembros.

A cambio de sus DEG, los tenedores adquieren las divisas que requieren por dos vías: 1) mediante canjes voluntarios entre los países miembros y 2) cuando el FMI designa a los países miembros cuya situación de balanza de pagos es sólida para adquirir, a cambio de monedas de libre uso, los DEG de los países miembros cuya situación de balanza de pagos es deficiente.

El valor del DEG se calcula como el promedio ponderado de los valores de una canasta integrada por las principales monedas internacionales: el dólar, el euro, la libra esterlina y el yen. La tasa de interés del DEG es un promedio ponderado de las tasas de inte-



rés de instrumentos a corto plazo en los mercados de divisas que integran la canasta de valoración. Ésta se revisa cada cinco años, la última revisión se hizo en noviembre de 2005 y el 1 de enero de 2006 entraron en vigor los cambios.

Cuando menos desde la década de los años noventa, en diferentes reuniones del FMI se ha expresado la conveniencia de recuperar cierto grado de control sobre la creación de reservas como parte de un sistema administrado internacionalmente, y en este sentido el DEG podría contribuir de manera importante. El DEG, al mejorar la calidad de los activos de reserva, aumentar la proporción de reservas propias en las carteras de los países y aliviar la escasez de liquidez, ayudaría a aumentar la estabilidad del sistema y a reducir el costo de la adquisición de reservas. También aliviaría el efecto deflacionario de las medidas de ajuste y serviría como “red de seguridad” en casos imprevistos.

Los esfuerzos por salir de la crisis, sobre todo en los países emergentes y subdesarrollados, sólo tendrán éxito si están respaldados por financiamiento externo en condiciones apropiadas y en cantidades suficientes. En este sentido, asignaciones de DEG vinculadas al financiamiento al desarrollo podrían constituir una aportación cuya importancia dependería de su monto y condiciones, y de medidas complementarias en otros ámbitos. Los DEG podrían ayudar a que haya avances hacia el logro de la equidad en el SMI y a aumentar el financiamiento al desarrollo, algo vital si es que aun se aspira a alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Vale la pena recordar que el patrón cambio oro, como instrumento creador de liquidez internacional, alcanzó el límite de su utilidad al iniciarse los años sesenta; surgió entonces el peligro de que la escasez de liquidez sometiera a la economía mundial a severas depresiones, al no poder mantenerse el crecimiento del comercio mundial [Chapoy, 1996]. Otra deficiencia del SMI que supuestamente quería eliminarse era la asimetría; se intentaba reducir la dependencia respecto al oro y al dólar y preparar la introducción de una moneda creada colectivamente que permitiera a la comunidad internacional adoptar medidas conjuntas y aminorar la asimetría, en contraposición a la política macroeconómica vigente dominada por completo por Estados Unidos [FMI, 1987].

Buscando solucionar esos problemas, el Grupo de los 10 y el FMI prepararon sendos informes (1963 y 1964), concluyendo que debería crearse un nuevo activo que junto con el oro y las divisas integrara las reservas monetarias internacionales; el Informe Os-sola (1965) analizó las posibilidades de hacer esto una realidad. Los tres informes mencionados y los debates que los siguieron desembocaron en 1967 en la presentación, durante la reunión anual del FMI, del Plan de un sistema basado en Derechos Especiales de Giro. El proyecto, una vez aprobado por la Junta de Gobernadores, tomó forma legal en la Primera Enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo (1969).

Entre 1970 y 1972 se asignaron 9 300 millones de unidades de DEG a los miembros del FMI. La segunda asignación se efectuó de 1979 a 1981 por un monto de 12 100 millones, totalizando 21 400 millones. Posteriormente se hicieron asignaciones especiales para los nuevos miembros del FMI, como los países en transición, y en agosto de 2009 las asignaciones referidas en el apartado anterior.

Las asignaciones se hicieron en entregas anuales en proporción a la cuota de cada participante en el FMI, mecanismo injusto e ilógico que puso a disposición de los gigantes industriales la mayor proporción de los DEG: las asignaciones correspondientes a los países desarrollados ascendieron a 68% y las de los subdesarrollados, a 32 por ciento.

Cuando se crearon los DEG (1969) había un sistema de tipos de cambio relativamente estables, pocos instrumentos financieros y la posibilidad de una escasez mundial de liquidez, que precisamente se pretendía aliviar con el DEG. Pero pocos años después se precipitaron una serie de acontecimientos que impusieron una realidad distinta: 1) Estados Unidos dio por concluida la convertibilidad del dólar en oro (agosto de 1971); 2) se oficializaron los tipos de cambio flotantes (1973); 3) se presentaron dos crisis petroleras (1973-74 y 1979-1980); 4) a resultas de estos cambios se desarrollaron dramáticamente los mercados internacionales de capital, lo que en la práctica equivalió a una privatización del SMI y del cual quedó marginado el DEG. A partir de entonces las reservas monetarias internacionales se nutren en buena medida en

aquellos mercados, desapareciendo así la falta “global” de liquidez [Chapoy, 2010].

Este hecho determinó que –debido al reducido monto de sus asignaciones– los DEG no pudieran cumplir con su función de contribuir a aliviar la escasez de liquidez. Respecto a la otra finalidad por la que se crearon: compensar las asimetrías en el SMI, lo que se observa es que las mismas se han ampliado y profundizado debido precisamente a la mencionada expansión de los mercados internacionales de capital, para acceder a los cuales la solvencia es una condición indispensable. En consecuencia, la asimetría se manifiesta no sólo entre los países con moneda de reserva y el resto de los países, sino también entre los que pueden obtener reservas en préstamo y los que no pueden hacerlo por no ser solventes [FMI, 1987].

También Beaufort [2010] considera que para fortalecer el SMI y para diversificar las reservas oficiales debería retomarse la propuesta de una Cuenta de Sustitución de DEG que permitiera a los BC convertir las tenencias en exceso de dólares en DEG. Eliminar la actual preponderancia del dólar beneficiaría a los principales actores de la economía mundial. Según este autor, las reservas mundiales podrían consistir *grosso modo* un tercio en dólares, un tercio en euros y un tercio en DEG.

Los DEG podrían contribuir a recuperar cierto grado de control sobre la creación de reservas. Al mejorar la calidad de los activos de reserva, aumentar la proporción de reservas propias en las carteras de los países y aliviar la escasez de liquidez, ayudarían a aumentar la estabilidad del sistema y a reducir el costo de la adquisición de reservas. También servirían como “red de seguridad” en casos imprevistos.

Además del DEG, otra fuente de liquidez para los países subdesarrollados está constituida por las tenencias de oro del FMI, parte de las cuales podría ser vendida, como ya se ha hecho en el pasado. El oro en poder del FMI, aunque figura como activo en su balance y en sus estados financieros, está inmovilizado pues para distribuirlo a los países miembros o venderlo se necesita la aprobación –como para las asignaciones de DEG– de 85% de los votos.

Una forma institucional de establecer un nuevo sistema de reserva global sería ampliar los acuerdos vigentes sobre el DEG ha-

ciendo su emisión automática y regular. Hacer esto significaría completar el proceso que se inició al crearse los DEG. Una gran emisión anticíclica de ellos sería el mejor mecanismo para financiar la liquidez mundial y el apoyo oficial a los países en desarrollo durante la actual crisis [Naciones Unidas, 2009a].

Aunque los países en desarrollo sólo recibirían parte de las asignaciones, la capacidad de préstamo del FMI mejoraría mucho si el actual sistema fuera reformado de manera que los DEG, en especial los de los países industriales, pudieran usarse para que el FMI los prestara a los países miembros necesitados; esto haría menos oneroso recurrir a los préstamos de la institución.<sup>80</sup>

Una forma simple de aumentar el uso de las asignaciones de DEG para avanzar en los objetivos de desarrollo, pero que requeriría cambios en el convenio constitutivo del FMI, sería permitir a la institución invertir algo de los fondos disponibles mediante las emisiones de DEG en bonos emitidos por bancos multilaterales de desarrollo. Algo similar a la propuesta de “vincular las emisiones de DEG a las necesidades de desarrollo” hechas por un panel de expertos en los años sesenta.

Así como Estados Unidos creó más dinero a escala nacional para enfrentar la crisis, habría que hacer lo mismo en escala mundial. Los países periféricos podrían aplicar políticas anticíclicas si los países ricos les cedieran su parte de la nueva asignación de DEG. Los países superavitarios también podrían constituir un fondo fiduciario para complementar el nuevo servicio de liquidez a corto plazo del FMI, que permite a los países recibir una cantidad equivalente a cinco veces su cuota durante tres meses.

Si para algunos los DEG son una reliquia y les parece descabellada la idea de volver la mirada hacia ellos como parte de un nuevo sistema monetario internacional, cómo recibirán la propuesta del presidente del BM, Robert Zoellick, quien en vísperas de la quin-

<sup>80</sup> Al respecto, en un comunicado de prensa (09/268) el FMI indicó que decidió “suspender el pago de intereses sobre el total de los préstamos concedidos a todos los países miembros de bajos ingresos hasta fines de 2011. Los nuevos préstamos destinados a esos países podrían alcanzar 17 mmd de ahora hasta 2014, de los cuales 8 mmd se harían en los próximos dos años (<http://www.imf.org/external/spanish/np/lic/2009/072909s.htm>).

ta cumbre del G-20 (Seúl, Corea, 11-12 de noviembre de 2010) instó a los participantes a considerar la posibilidad de volver al patrón oro como referencia para las paridades de sus monedas, como un punto de referencia internacional de las expectativas del mercado acerca de la inflación, la deflación y los valores de las monedas. No es desdeñable el breve argumento en que apoya su propuesta: actualmente los inversionistas recurren a él y en gran escala como activo monetario alternativo.

No puede dejar de mencionarse otro fenómeno que ha cobrado fuerza debido a la crisis y que sin duda formará parte de la nueva arquitectura monetaria y financiera internacional: los procesos regionales de cooperación monetaria financiera; ejemplos ya en marcha son la ASEAN+3 impulsada por la iniciativa Chiang Mai, la iniciativa de los Mercados de Bonos Asiáticos y el Consejo de Cooperación del Golfo para una unión monetaria. En América Latina las experiencias más recientes en ese ámbito son el Sistema de Pagos en Monedas Locales entre Argentina y Brasil, los avances en el Banco de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA), el principio de las operaciones del Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE) y la firma (septiembre de 2009) del Convenio Constitutivo del Banco del Sur [SELA, 2010: 4].<sup>81</sup>

#### ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL FUTURO DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La evolución de la actual crisis permite augurar que surgirá un sistema ya no centrado en el dólar y en Estados Unidos, sino con la participación de otros actores económicos (países emergentes y subdesarrollados). Al respecto cabe señalar que la estructura

<sup>81</sup> En la Cumbre de la Unidad de América Latina y el Caribe (Cancún, México, 22-23 de febrero de 2010), los mandatarios expresaron la necesidad de construir una nueva arquitectura financiera internacional que incluya mecanismos de regulación, control, supervisión y transparencia; por ello, encomendaron a sus ministros de finanzas elaborar una estrategia para avanzar en la construcción de una arquitectura financiera regional.

geopolítica del mundo ya está cambiando pues se incrementa la participación de los países emergentes en varios foros internacionales y no sólo en el G-20 y en el FMI.

Varios líderes mundiales (el presidente ruso Dmitry Medvedev, el presidente del banco central chino y el gobernador del Banco de Inglaterra, entre otros) avizoran el peligro de una convulsión en los mercados de divisas, algo inquietante porque la mayor parte de sus reservas monetarias internacionales está en dólares, sobre todo en valores de deuda pública de Estados Unidos [Crespo, 2009].

Las razones por las que el DEG fue concebido: complementar los activos de reserva actuales y *con el tiempo reemplazar al dólar estadounidense como moneda clave*, desaparecieron con el colapso del sistema de Bretton Woods, la movilidad de los flujos internacionales de capital y la liberalización de los mercados financieros, hechos, todos ellos, que condujeron al actual desastre. Por eso se piensa con insistencia en la idea de retomar aquellos objetivos.

Tanto la interdependencia monetaria multipolar como la adopción de una nueva moneda de reserva requerirían la concertación internacional entre los países y regiones cuyos sistemas financieros tienen gran influencia en los mercados de capital internacionales.

Por desgracia, la reforma de los sistemas cambiarios globales y la creación de una moneda de reserva global tomarán tiempo. Ello por el mencionado desequilibrio entre Estados Unidos y China, que difícilmente cederá pese a los compromisos de ambos países. Antes de la crisis, la codependencia que creaba tal desequilibrio podía considerarse como una fuente de estabilidad entre ambos países; después de la crisis, será una fuente de conflicto<sup>82</sup> que según Garrett [2010] sólo podrá enfrentarse en el G-20, cuya agenda tendrá que pasar del manejo de la crisis a la planeación de una estrategia para la economía global.

<sup>82</sup> A mediano plazo, el proteccionismo y el nacionalismo económico son las más grandes amenazas en las relaciones China-Estados Unidos.

### 3. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERA

The bankruptcy of Lehman Brothers in September 2008 precipitated what, in retrospect, is likely to be judged the most virulent global financial crisis ever. To be sure, the contraction in economic activity that followed in its wake has fallen far short of the depression of the 1930s. But the virtual withdrawal, on so global a scale, of private short term credit, the leading edge of financial crisis, is not readily evident in our financial history. The collapse of private counterparty credit surveillance, fine tuned over so many decades, along with the failure of the global regulatory system calls for the thorough review by governments now under way... It was the global proliferation of securitized, toxic U.S. subprime mortgages that was the immediate trigger of the current crisis. But the roots of the crisis reach back, as best I can judge, to the aftermath of the Cold War.

ALAN GREENSPAN, *The Crisis*

#### ANTECEDENTES

Tras el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, el surgimiento de un sistema financiero basado en la titulización y en la banca universal transformó los canales tradicionales del financiamiento. Como ya se ha visto, el fortalecimiento de las finanzas estructuradas, resultado de una lucha por obtener mayores tasas de rendimiento, conformó a lo largo de casi cuatro décadas un sistema financiero paralelo que conforme avanzaron los cambios legislativos penetró en los sistemas bancarios tradicionales [Gi-

[143]

rón, 2000: 471]. A ello se agrega el manejo de la política monetaria, fundamentalmente la política de tasas de interés bajas de la banca central, que en un periodo muy corto ayudó a crear grandes cantidades de liquidez a nivel internacional. La combinación de varios factores allanó el camino para crear una gran burbuja en el mercado inmobiliario. Lo que en un principio constituyó la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, en pocos meses se convirtió en una crisis financiera global. Los bancos de inversión lideraron el proceso de financiarización, y después, junto con los bancos comerciales, transformaron el origen del crédito y la distribución del riesgo.

Las recurrentes crisis financieras de los últimos 40 años, tanto en las instituciones de ahorro estadounidenses como las padecidas por los países emergentes, expresaron la fuerza inherente a una nueva forma de obtención de ganancias en el proceso de acumulación financiera. El papel del banco central (BC) como prestamista de última instancia a lo largo de estos años, no sólo debe cuestionarse sino enjuiciarse con severidad por su incidencia en la tasa de interés, la tasa de inflación y la tasa de desempleo.

En buena medida la crisis se debió también a la falta de una adecuada supervisión y regulación financieras, tema al que se dedica esta tercera parte. Para empezar, conviene exponer la forma en que se fueron relajando las normas de supervisión y regulatorias, proceso que abonó el terreno para el actual desastre.

En Estados Unidos, tras la Gran Depresión, la Ley Glass-Steagall (1933) separó las funciones de la banca comercial de la de inversión. Como los bancos comerciales estaban protegidos, no deberían participar en los mercados de valores.

La crisis bancaria de las instituciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos costó 160 000 millones de dólares a la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC),<sup>83</sup> lo que significó parte del gran déficit presupuestario de ese país en los años ochenta y principios de los noventa.

<sup>83</sup> La FSLIC era una institución que administraba los seguros de depósito para las instituciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos. La Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act abolió ese organismo en 1989, pasando sus responsabilidades a la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).



En esos años los grandes bancos estadounidenses estaban a punto de caer en la insolvencia pues sus estados financieros eran débiles y estaban muy expuestos por haber concedido préstamos de algo riesgo [Barth, Brumbaugh y Litan, 1990: 13]; pero según el Sistema de la Reserva Federal (Federal Reserve System, Fed), la insolvencia de los bancos se debía a que al limitar sus actividades la regulación gubernamental dañaba seriamente la salud de la industria bancaria. También sostenía que la importancia de los bancos declinaba por la competencia de instituciones no bancarias, que ofrecían servicios financieros similares a los de los bancos. Por tanto, se dijo, el nuevo entorno financiero internacional exigía una nueva regulación para esas instituciones [White, 1993: 2]. Tradicionalmente, los bancos conservaban dentro de sus activos los créditos otorgados a sus clientes hasta terminar el ciclo del préstamo. Al declinar las ganancias de los bancos comerciales de Estados Unidos en los años ochenta, las regulaciones que los limitaban a recibir depósitos y a hacer préstamos se relajaron para permitirles múltiples actividades en los mercados internacionales de capital; ello condujo a un enorme incremento de los flujos de capital transfronterizos. Lo anterior permitió también que empresas de valores y compañías aseguradoras adquirieran ciertas clases de instituciones de depósito y “organismos unitarios de ahorro para el fomento de la vivienda” (*unitary thrifts*). Para financiarse, las empresas emitieron miles de millones de dólares en acciones y bonos [Girón y Chapoy, 2009a].

A partir del proceso de desregulación y liberalización financiera los bancos empezaron a vender a los fondos mutualistas el “pool”<sup>84</sup> de sus títulos. Posteriormente, el intermediario no bancario vendía los títulos en el mercado secundario; en esto consiste el proceso de financiarización. Gran parte de dichos créditos se empaquetaban en forma de derivados sintéticos o derivados tradicionales; estas operaciones no se registraban en los balances de los bancos.

<sup>84</sup> Un *pool* consiste en valores públicos y privados que forman una combinación de créditos o valores puestos a la venta para obtener una ganancia adicional.

Los bancos estaban obteniendo comisiones por el manejo de activos de otros, no solamente de los suyos. Ellos proveían líneas de crédito. Garantizaban la deuda emitida por otras firmas. Se convirtieron en jugadores de un mercado de derivados muy controvertido, creando instrumentos, apostando y manejando los instrumentos financieros de otros, y comerciando por su propia cuenta [Litan, 1994: 31].

De esta manera, los bancos se recuperaron de las cuantiosas pérdidas sufridas durante la crisis de las instituciones de ahorro en los años ochenta.

Ya en la década de los noventa, las nuevas industrias financieras como las compañías hipotecarias, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, empresas de valores, fondos mutuales, etc., eran los inversionistas no institucionales que predominaban en los mercados de capital. No sólo aumentaron las operaciones realizadas por estos inversionistas no bancarios; también creció en gran medida su grado de apalancamiento.

En la XXVIII Annual Conference on Bank Structure and Competition organizada por el Banco de la Reserva Federal de Chicago (1992), uno de los puntos centrales de la discusión fue la necesidad de reformar la regulación de la banca con el fin de recapitalizar el Bank Insurance Fund (BIF), fondo de seguro de depósito para los bancos. Por otra parte, Alan Greenspan [1992] señaló que la Federal Deposit Insurance Improvement Bank Act (FDIIBA, 1991) contenía medidas regulatorias incongruentes con el ambiente de fuerte competencia por ofrecer servicios financieros en un amplio espacio geográfico.

Era claro que los conglomerados financieros deseaban expandirse vía la innovación financiera y tecnológica para ir estrechando los circuitos del crédito nacionales y transitar a circuitos de mercados de crédito integrados, internacionalizados y globalizados. La regulación y la normatividad en el marco de la Ley Glass Steagall impedían que la banca comercial realizara operaciones de inversión mediante los procesos de financiarización y titulización. Por eso, ante la necesidad de capitalizar los bancos y de crear mejores fuentes de ganancias, el Sistema de la Reserva Federal (Federal Reserve System, Fed) fue relajando la “camisa de fuerza” regulatoria, permitiendo la práctica de la titulización, incluyendo la de los

créditos hipotecarios. Ejemplo de la invasión de funciones de los bancos son las empresas financieras automotrices General Motors Acceptance Corporation, Ford Motor Credit Company, Chrysler Financial Corporation, y una empresa no automotriz: General Electric Capital Corporation. Estos inversionistas institucionales no bancarios daban crédito a los consumidores para la compra de sus productos, e incursionaban en otras actividades financieras. A pesar de cuantiosas ganancias que los colocaron en los primeros lugares de la lista de las empresas financieras, pasados algunos años tuvieron pérdidas sustanciales [D'Arista y Schlesinger, 1994].

En 1999 la Glass Steagall Act fue revocada por la Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA),<sup>85</sup> la cual “modernizó” los servicios financieros para permitir que se crearan empresas tenedoras bancarias que realizaban prácticamente todo tipo de actividades financieras; surgió así la banca universal (como Citigroup) que combinó las bancas comercial y de inversión.

Al amparo de la GLBA se pudieron vender en el mercado secundario los créditos hipotecarios en *mortgage-backed securities* (MBS, valores respaldados con hipotecas). Los MBS combinados con otros instrumentos crearon los activos financieros CDO (*collateralised debt obligations*), SIV (*structured investment vehicles*) y otros vehículos financieros esotéricos cuyas ganancias derivaban de los créditos hipotecarios subyacentes. El proceso de financiarización basado en la titulización de los créditos hipotecarios empaquetados en diferentes instrumentos fue causa importante de la burbuja inmobiliaria y de la crisis de las finanzas estructuradas del sistema financiero paralelo.

#### NECESIDAD DE NUEVAS REGLAS

Ya se ha dicho cómo a partir del estallido de la crisis (2007), sobre todo después de septiembre de 2008, fue necesario capitalizar a las instituciones *too big to fail* y *too big to rescue* y hacer inyeccio-

<sup>85</sup> Se conoce como la Gramm-Leach-Bliley Act a la Financial Services Modernization Act of 1999, publicada el 12 de noviembre de 1999.

nes de liquidez cercanas a tres billones de dólares en el periodo 2007-2009. En vista de lo sucedido, las instituciones financieras internacionales y los bancos centrales tuvieron que reconocer la necesidad de regular las operaciones de esas entidades, incluyendo las cuantiosas operaciones del sistema financiero paralelo o “sombra”.

Así pues, la magnitud de la crisis hizo comprender la imperiosa necesidad de estructurar medidas financieras en común, de repensar en escala internacional cómo protegerse de manera adecuada contra el riesgo sistémico, incluyendo medidas para mitigar el ciclo económico. Las enormes pérdidas sufridas por las instituciones financieras revelan que los marcos prudenciales van a la zaga de la innovación financiera; no obstante, quienes apoyan la liberalización no quieren frenar aquélla.

Ante el desastre resultan por demás curiosas las declaraciones de funcionarios y ex funcionarios del FMI, institución omisa a su mandato de contribuir a la estabilidad del sistema financiero internacional. Por ejemplo, Michel Camdessus [2009], ex director gerente del FMI, declaró que la crisis se debió al dogma neoliberal y a la avaricia, y propuso como solución reformar profundamente el sistema financiero y... ¡recuperar la ética!

Para evitar la repetición de una crisis global como la que se vive se requiere una acción urgente, decidida y coordinada de manera internacional, que permita crear un sistema financiero global más estable y restaurar la confianza mundial. Fallaron las autoridades en sus funciones de supervisión y regulación, y los mercados financieros manejaron mal el riesgo y asignaron mal el capital. La disponibilidad de capital a bajo costo en los mercados, que podría haber servido para incrementar la productividad, lo que hizo fue empobrecer a los sectores de bajos ingresos [Naciones Unidas, 2009a].

Fortalecer la estructura reguladora y de supervisión exige entender las relaciones entre la economía real y los mercados financieros en el marco de un nuevo orden económico con más voz y representación para los países subdesarrollados y emergentes. Una auténtica reforma de las finanzas globales no debe incluir “recomendaciones” o principios de “aplicación volunta-

ria”.<sup>86</sup> Mucho menos reiterar cuestiones como el “compromiso con los principios del libre mercado”, ni seguir basándose en el trabajo de organismos ya existentes como el FMI.

Modificar la arquitectura y la regulación financieras implica crear un sistema económico que promueva la equidad, lo que a su vez exige un sistema financiero en el cual los gobiernos controlen más a los bancos, pues la titulización no regulada de los activos bancarios fue una de las principales causas de lo ocurrido. Muchos de los responsables del desastre financiero y que se beneficiaron de los acuerdos actuales tratarán de limitar el alcance de las reformas y de manipular a las instituciones financieras internacionales para sus propios fines.<sup>87</sup>

Recuérdese que tras la crisis asiática (1997-1998) se celebraron varias reuniones para diseñar una nueva arquitectura financiera

<sup>86</sup> Ejemplo de ello son los indicadores de solidez financiera (ISF), estadísticas económicas y financieras que se utilizan para evaluar los aspectos sólidos y los vulnerables del sector financiero de un país. Sin embargo, la declaración de los ISF al FMI es una actividad “recomendada” a los países miembros, no “obligatoria”.

<sup>87</sup> Sin ir más lejos, el presidente del Fed, Bernanke, dijo que no debe tolerarse la complejidad diseñada para confundir a los consumidores; sin embargo... “no debe frenarse la innovación financiera ‘responsable’” (Conferencia del Fed sobre finanzas, 17 de abril de 2009). Por otra parte, los financieros privados globales agrupados en el Instituto de Finanzas Internacionales, enviaron una carta a G. W. Bush (7 de noviembre de 2008), en torno a la situación creada por la crisis; en general, allí se hace una defensa del actual sistema, pues se afirma que hay que preservar, reforzar y fortalecer la estructura abierta y basada en el mercado, del comercio, la inversión y las corrientes de capital que en los pasados sesenta años “contribuyeron tanto a la prosperidad mundial”. Las patentes debilidades del sistema no deben pasar por alto que el sistema internacional basado en los principios del mercado abierto y una estrecha cooperación multilateral han sido cruciales para la continua revitalización del desarrollo mundial y para sacar de la pobreza a cientos de millones de personas en décadas recientes. Añadieron que es preciso reconocer que el crecimiento mundial y la prosperidad sólo pueden sostenerse fortaleciendo la libertad y apertura de los regímenes de comercio e inversión. En el foro económico de Davos se insistió en que aunque la crisis ha revelado las fallas del *laissez-faire*, pocos desearían ver un regreso al socialismo o a la estancación de fines de los años sesenta y principios de los setenta del siglo pasado [Foro Económico Mundial, 2009].

internacional;<sup>88</sup> sus resultados fueron nulos [Chapoy y Manrique, 2000]. Ahora hay que luchar por mantener el ímpetu hacia el cambio y evitar a toda costa que vuelvan a prevalecer los intereses creados. Por eso la ONU insiste en que las reformas necesarias no deben ser discutidas en el G-7, G-8, G-10, G-20, G-24, etc., sino en lo que ese organismo llama el G-192, es decir la comunidad internacional en su conjunto. Incluso existe la propuesta de un Consejo para la Coordinación Económica Global<sup>89</sup> [Naciones Unidas, 2009a].

La innovación y la integración financieras han incrementado la velocidad y amplitud con que las conmociones se transmiten entre diferentes países y tipos de activos. Por otra parte, las medidas prudenciales, reguladoras y supervisoras no prestaron atención al excesivo apalancamiento.

En virtud de lo anterior, se insiste en la necesidad de fortalecer la arquitectura financiera global para disminuir el riesgo sistémico, detectando las debilidades en la regulación, ideando instrumentos para poder descubrir y alertar sobre vulnerabilidades, y diseñando regulaciones y mecanismos para la prevención y resolución de crisis. Ya que se ha mencionado el riesgo sistémico, conviene extenderse un poco al respecto.

#### RIESGO SISTÉMICO

Consiste en el riesgo de que la quiebra y el desastre de una parte significativa del sector financiero provoquen una contracción

<sup>88</sup> Desde entonces, pese a múltiples propuestas y algunos paliativos, la llamada “arquitectura financiera internacional” no registra avances; de ahí que se haya caído en una crisis de alcance mundial. Supuestamente el FMI tiene nuevas herramientas y más expertos en asuntos financieros, y también normas más “transparentes” para las estadísticas macroeconómicas y financieras. Sin embargo, todo ello de poco sirvió.

<sup>89</sup> En el Foro Económico Mundial (Davos, Suiza, enero de 2009) la canciller alemana, Ángela Merkel, propuso la creación de un organismo económico internacional similar al Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas para evitar futuras crisis financieras; también propuso una “nueva carta para el orden económico global”.

crediticia generalizada que a su vez afecte adversamente a la economía real.

Cada institución maneja sus propios riesgos sin considerar su efecto en el sistema en su conjunto; esto significa que la actual regulación sólo busca, si acaso, limitar el riesgo de cada institución vista de manera aislada. Como resultado, aun suponiendo que los riesgos de una empresa individual se manejen adecuadamente en tiempos normales, el sistema en sí es frágil y vulnerable ante conmociones macroeconómicas.

Para limitar el riesgo sistémico Acharya, Pedersen, Philippon y Richardson [2008] sugieren que debe haber un regulador que evalúe el riesgo planteado por cada empresa con base principalmente en su nivel de apalancamiento y en la calidad de su activo, así como en mediciones acerca de su complejidad y conectividad. Los autores proponen estimar la contribución de cada empresa al riesgo sistémico aplicando en el nivel macroeconómico las herramientas de manejo del riesgo que emplean las empresas financieras para manejar su propio riesgo: el valor en riesgo, la pérdida esperada, las pruebas de tensión y el análisis del escenario macroeconómico. Una vez evaluado el riesgo sistémico se determinaría qué normas imponer a las empresas.

En otras palabras, además de controlar los riesgos dentro de las instituciones financieras en lo individual es necesario limitar los riesgos en que las instituciones ponen al sistema en su conjunto; por ejemplo deben reexaminarse los requisitos de capital y de provisiones para pérdidas y los de financiamiento de la liquidez. Esas medidas pueden limitar los incentivos para pedir prestado y prestar en exceso. Los niveles de vigilancia serían mayores conforme se incrementara la contribución de una institución al riesgo sistémico.

Acharya y Schnabl [2008] también consideran que la regulación bancaria debe enfocarse en el riesgo global sistémico y no como ahora, en una simple relación de capital vinculada al riesgo individual de cada banco. El FMI preparó con el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) del G-20 un sistema de alerta temprana para evaluar la vulnerabilidad ante conmociones inesperadas y establecer conexiones con los riesgos sistémicos.

El CEF hizo un listado de 30 instituciones bancarias y de seguros que implican “riesgo sistémico”<sup>90</sup> [Financial Times, 2009b]. Por estar en esa lista tendrían que someterse a supervisión internacional para evitar futuras crisis; el CEF promueve además la creación de colegios supervisores que incluirán reguladores de los principales países en que operan esas instituciones; entre otras cosas, éstas deberán redactar un documento detallando cómo serán liquidadas en caso de crisis.

*a) Los bancos centrales ante el riesgo sistémico*

Aunque no hay consenso al respecto, aquí se considera que en una nueva arquitectura financiera el mandato de los BC debe incluir la estabilidad macrofinanciera, no sólo la estabilidad de precios. Según el FMI [2009a], deben evaluarse las implicaciones que a largo plazo tienen para la inflación y el crecimiento económico las tendencias en el precio de los activos, los auges crediticios, el apalancamiento y la acumulación de riesgo sistémico; éste debe estar sujeto a un cuidadoso seguimiento que debe abarcar el crecimiento insostenible del crédito, el apalancamiento en todo el sistema, el depender en demasía del financiamiento a corto plazo, la exposición cambiaria, etcétera.

El mejor instrumento para mantener la estabilidad financiera es la regulación macroprudencial. Aplicar ésta es más fácil si el BC es también la principal autoridad reguladora y supervisora del sistema financiero. Cuando no sea el caso, debe haber una explícita colaboración entre todas las autoridades reguladoras y el banco central [Corbo, 2010]. Es necesaria una mayor transparen-

<sup>90</sup> Los bancos estadounidenses: Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Bank of America, Merrill Lynch y Citigroup; Royal Bank of Canada; Banco Santander Central Hispano (BSCH) y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), de España; Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland y Standard Chartered, de Reino Unido; UBS y Credit Suisse, Suiza; Société Générale y BNP-Paribas, Francia; Mizuho, Sumitomo Mitsui, Nomura, Mitsubishi UFJ, de Japón; UniCredit y Banca Intesa, Italia; Deutsche Bank, de Alemania e ING de Países Bajos. Además, las aseguradoras Axa, Aegon, Allianz, Aviva, Zurich y Swiss Re.



cia por parte de las autoridades reguladoras y supervisoras a fin de satisfacer lo que constituye una demanda popular.

Los deficientes mecanismos vigentes de liquidez de emergencia trastornaron los mercados interbancarios y agravaron la agitación financiera. Los BC deben estar en condiciones de prestar a un amplio conjunto de instituciones y de aceptar una amplia gama de garantías, evitando al mismo tiempo asumir riesgos excesivos de contraparte y de crédito. Hay que prever que el acudir a los servicios del BC no conlleve estigmas.

Debe mejorarse la colaboración entre los BC estableciendo un conjunto más permanente de líneas *swaps* de emergencia para solucionar la falta de liquidez en divisas, y procurar una mayor convergencia en cuanto a los marcos operativos [FMI, 2008f]. De acuerdo con el *Global Financial Stability Report* [FMI, 2009i], en el futuro el sector financiero debe ser menos apalancado y por tanto más reducido; sólo que esa reducción implica que las instituciones financieras grandes y complejas se vuelvan aun más fuertes.

Ben Bernanke, presidente del Fed, propuso cambios en la regulación financiera de Estados Unidos para supervisar eficientemente las instituciones financieras y para quitar responsabilidades al Fed. Con ese fin sugirió: 1) crear un consejo de supervisión reguladora formado por agencias involucradas en la supervisión financiera, que hagan el seguimiento e identifiquen riesgos emergentes y coordinen la respuesta de esas agencias a un potencial riesgo sistémico; 2) crear un nuevo proceso de resolución especial que permita al gobierno mitigar las fallas sistémicas del sistema financiero y de la economía en general; para ello el gobierno impondría pérdidas a accionistas y acreedores de las empresas; 3) proteger a los consumidores de prácticas desleales en sus transacciones financieras. Si los clientes hipotecarios hubieran comprendido los términos de todos los productos de préstamo ofrecidos, se hubieran dado cuenta de los costos que asumirían en caso de incumplimiento de pagos o embargo. Incluir provisiones para renegociar y reorganizar un préstamo en caso de incumplimiento hubiera hecho difícil titular los préstamos [Jaffee *et al.*, 2008a].

Respecto al Fed, viene a colación la siguiente cita:

El Fed debe ver el combate de las burbujas en los precios de los activos como una de sus principales responsabilidades, junto con mantener el empleo alto y la inflación baja. Esta crisis surgió porque Alan Greenspan decidió ignorar, primero el crecimiento de la burbuja accionaria de 10 billones de dólares, y luego la burbuja inmobiliaria de 8 billones de dólares [Baker, 2008].

En tanto el Fed se involucre en mantener la estabilidad financiera y en evitar otros episodios de riesgo sistémico, seguirá la percepción de que el Fed es el prestamista de última instancia (PUI) de las empresas demasiado grandes para quebrar. Para evitar el daño moral hay que crear un régimen regulador en el cual ese tipo de empresas tengan requisitos de capital mucho más estrictos: un mayor amortiguador de liquidez, un menor apalancamiento, un menor involucramiento en inversiones riesgosas e ilíquidas, si se trata de bancos de depósito. Esas instituciones deberían supervisarse a escala internacional y cerrárseles de manera ordenada cuando proceda [Bremmer y Roubini, 2009].

El Fed, teniendo el poder de regular los mercados hipotecarios, no lo usó. Alcanzar la estabilidad financiera sin provocar daño moral (como con las instituciones demasiado grandes para quebrar) y sin crear otra burbuja en el futuro es quizás el mayor desafío en la existencia del Fed [Bremmer y Roubini, 2009].

#### *b) Fuentes de riesgo sistémico*

La regulación y supervisión del sector financiero debe incluir las actividades relevantes de los segmentos del sector financiero actualmente no regulados o mal regulados; de igual manera, debe abarcar todas las posibles fuentes de riesgos sistémicos: corrientes de capital transfronterizas, burbujas crediticias, instituciones financieras grandes y complejas, *hedge funds*, instrumentos derivados, remuneraciones a ejecutivos, etc. Las dos primeras han sido ya tratadas en muchos espacios; aquí se ha optado por referirse a las restantes delineando algunas formas posibles de regularlas y supervisarlas, surgidas en el ámbito académico. En una u otra forma dichas propuestas se ven reflejadas, como se verá más adelante, en

la reforma financiera de Estados Unidos y en los planteamientos hechos en el G-20, FMI, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y Basilea III.

### Instituciones financieras grandes y complejas

La desregulación en los años noventa dio lugar al surgimiento de este tipo de instituciones (*large and complex financial institutions*, LCFI). Se trata de enormes empresas privadas sistémicamente importantes que realizan una amplia gama de actividades (banca comercial, banca de inversión, seguros, administración de activos) y que cuentan con la protección explícita de seguro de depósitos y la garantía implícita de ser “demasiado grandes para quebrar” [Saunders, Smith y Walter, 2008].

La débil regulación permitió su fuerte apalancamiento –en ocasiones superior a 90%– y el fracaso de sus prácticas internas de manejo de riesgo [Acharya, Carpenter, Gabaix *et al.*, 2008]. Algo alarmante es que la consolidación bancaria que está teniendo lugar a consecuencia de la crisis está creando más LCFI, que tanto contribuyeron a los actuales problemas; en otras palabras, las fusiones y adquisiciones que han tenido lugar en el sector financiero a raíz de la crisis han creado instituciones “demasiado grandes para poder salvarlas”, y ya no sólo “demasiado grandes para permitir que quiebren”. Esto hace imperativo regular y supervisar ese tipo de empresas de manera adecuada para evitar una nueva crisis en pocos años.

En esta crisis las LCFI registraron pérdidas masivas entre otras cosas por infringir regulaciones. No obstante, fueron rescatadas por los respectivos gobiernos (léase contribuyentes) al considerar inaceptable el costo social de su quiebra. Este subsidio público implícito crea distorsiones en el mercado financiero en favor de las LCFI y contra los intermediarios financieros que no recibieron ayuda.

Saunders, Smith y Walter [2008] consideran que debe crearse un regulador especial para las LCFI, pues por su dimensión, complejidad e interconectividad constituyen una amenaza al sistema financiero global; el regulador se coordinaría con sus contrapartes

de los países participantes del Acuerdo de Basilea para evitar el arbitraje regulador, y además se aseguraría de que las LCFI dieran atención prioritaria a la seguridad y solidez de la institución, aun si esto redujera sus ganancias.<sup>91</sup>

Zamil [2009] se suma a quienes proponen que varios países grandes, junto con los organismos internacionales que fijan normas financieras, lleguen a acuerdos nacionales e internacionales sobre la manera de vigilar y supervisar este tipo de instituciones. Ese autor sugiere fijar límites porcentuales de capital a las actividades altamente riesgosas; nosotras nos preguntamos: ¿no sería preferible eliminar éstas? El mismo autor considera necesario un plan que llegado el caso permita la quiebra ordenada de una LCFI, sin que ello implique rescatar a los accionistas.

#### Fondos de inversión libre

En 2007 el Banque de France [2007: 20] señalaba que los fondos de inversión libre (*hedge funds*, HF) habían obtenido una importancia vital en los mercados financieros por la creciente gama de productos financieros que ofrecían, la enorme liquidez que habían creado y por permitir evitar el riesgo en que pueden incurrir muchos bancos. A fines de 2006 se estimaba que los *hedge funds* tenían 1 426 billones de dólares en activos, lo que significaba un crecimiento de 700% con respecto de 1995. Dichos fondos representan ahora una parte significativa de la negociación en muchos mercados [Cole, Feldberg y Lynch, 2007].

Los HF son los principales participantes en el llamado sistema bancario sombra, paralelo al sistema bancario estandarizado. Los supervisores financieros se centraron, aunque evidentemente de manera muy deficiente, en el sector bancario formal, pero ignoraron por completo los riesgos en el sistema financiero “sombra”.

<sup>91</sup> Por su parte Acharya, Carpenter, Gabaix y otros [2008] recomiendan que la administración busque maximizar el valor total de la empresa (ROA) y no sólo el valor accionario (ROE), que es lo usual. Maximizar el ROE sin que haya un seguimiento adecuado de la deuda y del riesgo, alienta el excesivo apalancamiento y la asunción de riesgos.

Los HF tienen la capacidad de vender activos en corto, lo que les permite usar el apalancamiento, esto significa que el valor del capital puede ser negativo, al no haber límites al pasivo. Los HF dan liquidez al mercado y permiten que los inversionistas tengan acceso al apalancamiento. En su mayor parte los HF no están regulados, lo que podría parecer injusto pues ofrecen servicios de intermediación compitiendo con instituciones supuestamente reguladas, como los bancos. Pero recuérdese que éstos tienen la garantía explícita del seguro a los depósitos y/o la garantía implícita de ser muy grandes para quebrar.

Fue el colapso de dos HF muy apalancados de Bear Stearns lo que inició en el verano de 2007 el colapso de las CDO respaldadas por hipotecas *subprime* [Girón y Chapoy, 2009a].

Pero Brown, Kacperczyk y otros [2008] sostienen que los HF no provocaron el crecimiento del mercado hipotecario *subprime*, ni hicieron que se colapsara el precio de las casas de manera que los préstamos *subprime* cayeran en falta de pago, ni forzaron a las *government sponsored enterprises* (GSE), bancos comerciales y *broker/dealers* a conservar en sus libros<sup>92</sup> 785 mmd (bi) en CDO. No obstante, los mismos autores reconocen que un HF suficientemente grande y apalancado (como Long Term Capital Management –LTCM– en 1998) puede generar riesgo sistémico; en consecuencia, para ayudar a medir y manejar posibles riesgos sistémicos los HF de cierta dimensión deben informar oportuna y periódicamente a los reguladores acerca de sus posiciones de activos y sus niveles de apalancamiento. Esto es, si un HF cae en la categoría de LCFI, debe ser regulado y gravado como tal. También varios HF demasiado interconectados pueden causar riesgo sistémico, por lo que deben ser regulados.

Los fondos mutuos, los fondos del mercado monetario, los SIV y los HF están sujetos a retiros de activos al igual que los bancos, lo que puede detonar espirales de liquidez sistémica. En agosto de 2007, el mercado de papel comercial se paralizó cuando un HF en esos mercados cesó las redenciones por sus exposiciones a CDO

<sup>92</sup> En vez de seguir el modelo de la titulación de transmitir el riesgo, conservaron éste.

*subprime* calificadas triple A; otro tanto ocurrió en septiembre de 2008 en el mercado monetario a causa de la deuda a corto plazo de Lehman Brothers.

Deben desaparecer los vacíos jurídicos que favorecen al sector bancario sombra y que alientan el apalancamiento y la toma de riesgo excesivo.

### Instrumentos derivados

En los años ochenta surgieron nuevos instrumentos financieros de carácter especulativo que por ello han sido sumamente desestabilizadores. Parte considerable de la innovación financiera de los últimos 30 años se ha debido al surgimiento y rápido crecimiento de los mercados de derivados. Los derivados consisten en transacciones no basadas en la compra de acciones, bonos u otros valores, sino en la apuesta sobre el precio que en el futuro tendrá alguna materia prima, el tipo de cambio de determinada divisa, el índice de un mercado de valores, las tasas de interés bancarias, hipotecas residenciales y comerciales u otros índices o indicadores. En otras palabras, los derivados son contratos financieros cuyo valor deriva del valor de otros activos financieros a los que se da el nombre de “valores de referencia” o “activos relacionados o subyacentes” [Chapoy, 1997]. Las formas más comunes de estos contratos incluyen opciones, *forwards*, futuros y *swaps*.

Bastan unas cuantas cifras para comprender la importancia y magnitud de los derivados *over the counter* (OTC, mercados de valores informales, fuera de bolsa). De acuerdo con Henry [2008: 84], el 31 de diciembre de 2006 había 415 billones de dólares, de los cuales 292 billones representaban *swaps* de tasas de interés; 40.2 billones *swaps* cambiarios; 29 billones de derivados en créditos y 6.9 billones de derivados en materias primas (*commodities*). Más impresionantes eran las cantidades que en esas fechas tenían el BNP-Paribas y la Société Générale, bancos franceses líderes en derivados, que concentraban 20% del total mundial de esos instrumentos.

En diciembre de 2008 las cantidades pendientes de derivados OTC eran de 592 billones de dólares (seis meses antes, 684 billo-

nes); las cifras para los derivados OTC, sólo en el mercado cambiario, fueron 50 billones y 63 billones, respectivamente [BIS, 2009]. En contraste, el PIB mundial de 2008 fue de 60 billones de dólares [Banco Mundial, 2009c]; obsérvese también en el cuadro 17 la disparidad entre el importe teórico pendiente y el valor bruto de mercado de los derivados. Al concluir el primer semestre de 2010, el monto hipotético total de operaciones activas en los mercados de derivados extrabursátiles se mantenía alrededor de 582 billones de dólares [BIS, 2010a]

En opinión de Acharya, Brenner *et al.* [2008], los derivados crediticios, principalmente los *credit default swaps* (CDS, *swaps* de incumplimiento de pago) y las CDO, contribuyeron de manera importante a la severidad de la crisis por ser productos relativamente nuevos que se negocian en transacciones bilaterales OTC, a diferencia de los derivados estandarizados que se negocian en bolsas de valores. Los contratos OTC son más flexibles que estos últimos, pero adolecen de mayores riesgos de contraparte y operativos y de menor transparencia.

El mercado de CDS evidencia cómo la falta de transparencia hace difícil evaluar el riesgo. En marzo de 2008, el Fed y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos rescataron a Bear Stearns porque estaba “demasiado interconectado” a otras empresas financieras por su compleja y amplia red de contratos bilaterales OTC en el mundo y no podía permitirse que quebrara. Las graves consecuencias de permitir que una empresa sistémicamente importante quebrara se evidenciaron cuando Lehman Brothers se declaró en bancarrota y los mercados de crédito se congelaron.

Acharya, Brenner *et al.* [2008] consideran que cuando un mercado de derivados OTC es tan grande e importante como para tener un efecto relevante sobre el sistema financiero en su conjunto, necesita tener una cámara de compensación<sup>93</sup> centralizada (o enti-

<sup>93</sup> Una cámara de compensación (*clearing house*) es una entidad que actúa como contraparte de compradores y vendedores en determinado mercado, realiza las funciones de registro, liquidación y compensación, garantizando que la operación se lleve a cabo debidamente. Asignar contratos de derivados extrabursátiles a una contraparte central tendría costos de transición pues aquella exigiría una garantía adicional elevada; por ello la transición tendría que ser paulatina

CUADRO 17. MONTO VIGENTE DE LOS MERCADOS NO ORGANIZADOS DE DERIVADOS POR CATEGORÍA DE RIESGO E INSTRUMENTO  
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

<i>Categoría de riesgo/Instrumento</i>	<i>Monto hipotético pendiente</i>		<i>Valor bruto de mercado</i>	
	<i>Dic-06</i>	<i>Jun-08</i>	<i>Dic-06</i>	<i>Jun-08</i>
<i>Total de contratos</i>	418 131	683 726	9 791	20 375
<i>Contratos en divisas</i>	40 271	62 983	1 266	2 262
<i>Contratos a plazos y forex swaps</i>	19 882	31 966	469	802
<i>Swaps de divisas</i>	10 792	16 307	601	1 071
<i>Opciones</i>	9 597	14 710	196	388
<i>Contrato de tasa de interés</i>	291 581	458 304	4 826	9 263
<i>Contratos a plazo de interés</i>	18 668	39 370	32	88
<i>Tasa de interés swaps</i>	229 693	356 772	4 163	8 056
<i>Opciones</i>	43 221	62 162	631	1 120
<i>Capital unido a contratos</i>	7 488	10 177	853	1 146
<i>Contratos a plazos y swaps</i>	1 767	2 657	166	283
<i>Opciones</i>	5 720	7 520	686	863
<i>Contratos de materias primas</i>	7 115	13 229	667	2 209
<i>Oro</i>	640	649	56	68
<i>Otras materias primas</i>	6 475	12 580	611	2 142



Contratos a plazos y swaps	2 813	7 561	1 772		
Opciones	3 663	5 019	1 533		
Swap de incumplimiento de crédito	28 650	57 325	36 046	470	3 172
Contratos de referencia única	17 879	33 334	24 112	278	1 889
Contratos de referencia múltiple	10 771	23 991	11 934	192	1 283
No asignado	43 026	81 708	72 255	1 709	2 301
<i>Memorándum del artículo:</i>					
Exposición bruta de crédito				2 036	3 859
					3 744

Fuente: Bank for International Settlements, quarterly review, diciembre de 2009, tabla 9. Elaboración propia.

dad central de contrapartida) que reciba información sobre tratos pendientes y exposiciones al riesgo, en beneficio de las autoridades reguladoras y de otros participantes del mercado. La regulación de los derivados OTC debe ser similar a la de los negociados en bolsa, por lo que todas las transacciones de esos derivados deben registrarse y conservarse en depósitos regulados y supervisados, y los datos detallados de cada entidad de contrapartida deben estar disponibles a todos los reguladores y supervisores pertinentes. Por otra parte, las ventajas de la liquidación centralizada –tanto en el nivel de cada entidad de contrapartida como en el sistémico– sólo pueden lograrse si una masa crítica de contratos se traslada a esas entidades. En ese sentido, es indispensable mejorar el grado de estandarización de los productos y la liquidez [FMI, 2010d].

Los mismos autores consideran que los derivados son benéficos. Incluso mencionan que lo que ellos califican de “chivo expiatorio de esta crisis”, los CDS, fueron positivos pues permitieron a los prestamistas cubrir su riesgo y ofrecer préstamos. Cuando el mercado de titulización de préstamos, bonos e hipotecas se cerró en el verano de 2007, varias instituciones financieras se quedaron con grandes portafolios de préstamos; usando el mercado de CDS algunas de ellas cubrieron su exposición al riesgo. Los problemas se relacionan sobre todo con los derivados OTC y en particular con el mercado de CDS, por la forma en que fueron negociados y porque algunas instituciones los usaron para incrementar su exposición a ciertas clases de activos.

Hubo una completa falta de transparencia acerca de las exposiciones subyacentes de las instituciones financieras a los mercados de CDS y CDO. Como en el mercado OTC los contratos son bilaterales, nadie sabe con exactitud cuál es la exposición total, dónde se concentra, qué valores tienen esos contratos, etc. En la actual crisis este efecto se amplificó por la complejidad de los derivados crediticios, especialmente de las CDO *subprime* [Acharya, Brenner *et al.*, 2008].

---

y requeriría, por ejemplo, imponer un gravamen proporcional al aporte al riesgo sistémico en el mercado extrabursátil [FMI, 2010d: capítulo 3].

Weill y Kraushaar [2009] recomiendan: *a)* reformar y revitalizar el mercado de titulización, pues por los abusos cometidos, en el futuro debe exigirse que los emisores mantengan en su balance una parte sustancial de la titulización y periódicamente deben poner a prueba los valores actuales de mercado vendiendo en éste una parte de sus tenencias; *b)* los requisitos de capital y reservas deben someterse a una revisión cuidadosa. Innegablemente la crisis se debió al excesivo apalancamiento y a la implosión en los valores de los activos; pero se agravó porque la Comisión de Cambios y Valores de Estados Unidos (Stock and Exchange Commission) obliga a los bancos a mantener reservas más bajas cuando los incumplimientos declinan y a hacer lo contrario, cuando aumentan; este régimen procíclico resulta imprudente.

Coincidiendo con Acharya y otros expertos de la New York University Stern School of Business, Weill y Kraushaar [2009] sostienen que en la medida de lo posible los instrumentos complejos deben sujetarse periódicamente a pruebas de valuación de mercado y debe haber para ellos una cámara de compensación. Tienen que alentarse las valuaciones basadas en los mercados reales y no en un modelo “*mark to market*”.<sup>94</sup> Para suscribir ofertas o emisiones una institución financiera debe poder encontrar un valor de mercado público real; de no ser así, la transacción no debe efectuarse. Y siempre hay que aplicar el principio de que si determinado producto u operación no se entiende, no debe realizarse. Los derivados estandarizados deben someterse diariamente a valuación, y a quienes poseen estos instrumentos debe exigírseles mantener una razonable cantidad de capital que apoye la posición, como sucede con los requerimientos tradicionales de margen sobre otros valores.

<sup>94</sup> *Mark to market* es el ajuste diario de una cuenta para reflejar beneficios y pérdidas en las posiciones abiertas, de compra o de venta, en contratos de futuros o venta de opciones. En otras palabras, es la valuación de una posición o portafolio tomando como referencia el precio más reciente al cual puede ser comprado o vendido en volúmenes normales un instrumento financiero. El valor *mark to market* puede igualar el valor actual de mercado (como opuesto al valor en libros) o el valor presente de futuros flujos de efectivo esperados.

Soros [2009b] también es de la idea de que la emisión y negociación de derivados deben estar estrictamente reguladas, exigiendo que todos los derivados sean estandarizados, homogéneos y transparentes.

En vista del carácter mundial de los mercados de derivados OTC, se requiere una estrecha coordinación transfronteriza de los marcos regulatorios y de supervisión. Esto ayudaría a evitar el arbitraje regulatorio y a mitigar el riesgo sistémico y los efectos negativos de contagio a otros países.

#### Agencias calificadoras del riesgo crediticio

Este tipo de agencias tuvieron un papel fundamental en la crisis ya que son las encargadas de medir la probabilidad de incumplimiento sobre la deuda emitida por empresas, gobiernos, titulizadores de hipotecas y de otras obligaciones de préstamo [Richardson y White, 2008].

Quienes prestan en los mercados de crédito, incluyendo a los inversionistas en bonos, siempre tratan de verificar la calidad crediticia de los prestatarios. En Estados Unidos se creó en 1975 la categoría “organización calificadora de estadísticas reconocida a nivel nacional” (Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO). Más adelante, la Comisión de Cambios y Valores de Estados Unidos incrementó la importancia de las tres principales agencias (Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch Rating) que así ocuparon un lugar central en los mercados de bonos.

La venta de los valores de deuda vinculados a hipotecas dependió en gran medida de las calificaciones iniciales que las agencias dieron a esos valores. Al dejar de subir los precios de las casas y empezar a bajar, esas calificaciones resultaron muy optimistas; los bonos hipotecarios se colapsaron, arrastrando al resto del sector financiero.

Los nuevos instrumentos financieros recibieron una calificación errónea porque las agencias mencionadas dependen de los ingresos que reciben de las instituciones cuyos productos financieros califican; esto es cobran por decir a los inversionistas el riesgo que encierra una inversión. Las agencias calificadoras argumentaron

que sólo tomaron en cuenta el riesgo crediticio; es decir hicieron caso omiso del riesgo de liquidez, del operativo y del de mercado.<sup>95</sup> Al estallar la crisis esas agencias fueron muy criticadas y entonces cayeron en el extremo opuesto: al degradar excesivamente los valores precipitaron su incumplimiento [Guttmann, 2008a], lo que detonó la crisis. Se subestimaron los riesgos mientras duró la euforia y luego se magnificaron.

Quienes invirtieron en productos estructurados creyeron en las calificaciones sin pensar que los mismos podían sufrir fluctuaciones pronunciadas de precio y degradaciones en su calificación. Richardson y White [2008] consideran que la Comisión de Bolsa y Valores (Stock & Exchange Commission, SEC) debe crear un organismo regulador que elija a la agencia encargada de calificar a cada empresa. Otra alternativa sería retirar las regulaciones financieras que dan tanto poder a las agencias en los mercados de bonos.

#### Remuneraciones a altos ejecutivos

Los rescates gubernamentales sin precedente abrieron de nuevo a discusión el tema de las remuneraciones que reciben los ejecutivos de alto nivel de las grandes empresas. Acharya, Carpenter *et al.* [2008] atinadamente preguntan ¿cómo el “talento” bancario tan bien pagado sirvió de instrumento para crear tal desastre financiero?, y añaden que los contribuyentes, que sin su consentimiento adquirieron acciones en las más grandes empresas estadounidenses y del extranjero y garantizaron su deuda, deben ser informados sobre cómo es recompensada esa gente.

Empleados clave en áreas como ventas y comercialización, titulación e ingeniería financiera maximizaron sus propios ingresos, quizás a expensas de los accionistas, y maximizaron también el apalancamiento exponiendo a las empresas a caer en bancarrota; además, informaron a la administración y a los reguladores que todo iba bien cuando en realidad no era así.

<sup>95</sup> Riesgo crediticio es la posibilidad de que una contraparte no cumpla con sus obligaciones; riesgo de mercado es una pérdida debida a variaciones generales imprevistas de los precios del mercado y de las tasas de interés; riesgo operativo es la pérdida debida a error humano, fraude o falta de controles internos.

Los autores mencionados recomiendan que las empresas financieras establezcan estructuras de compensación acordes con la exposición al riesgo y con el interés de los accionistas. Vale la pena mencionar que entre los acuerdos del G-20 está el de limitar los emolumentos excesivos de los directivos.

Weill y Kraushaar [2009] sostienen que la compensación a los ejecutivos debe guardar relación con los rendimientos sobre capital a largo plazo. Con esto se evitaría que los empleados se beneficiaran de resultados a corto plazo y se controlaría mejor la toma de riesgo dentro de las instituciones.

#### Fondos soberanos de inversión

No hay evidencia de que hayan contribuido a la crisis o agravado su severidad. Sin embargo, se incluyen aquí porque su creciente actividad en los mercados financieros internacionales los hace objeto de una atención cada vez mayor; y no es para menos: en 2005 sus activos ascendían a 1.5 billones de dólares, en 2007 se habían duplicado (3 billones de dólares) y se calcula que llegarán a 12 billones en 2015 [Truman, 2010]. Tras la crisis asiática (1997-1998) algunos países del este de Asia, y también los exportadores de petróleo, reunieron una gran cantidad de reservas monetarias internacionales, equivalente a 80% de la acumulación total de reservas registrada entre diciembre de 2001 (cuando éstas eran de 2.1 billones de dólares) y principios de 2008 (año en que llegaron a 6.5 billones) [FMI, 2008f]. Como esos enormes recursos rebasaban sus necesidades inmediatas de liquidez, sirvieron de base para el surgimiento de los fondos soberanos de inversión (FSI), fondos de inversionistas privados y gubernamentales de países como Japón, Corea, China, Singapur, Arabia Saudita y Kuwait.

Cuando en enero de 2008 Citigroup y Merrill Lynch no encontraron prestamistas estadounidenses que los ayudaran a cubrir posibles incumplimientos de pagos, recibieron 21.1 mmd de FSI; hasta entonces, la mayor transferencia de capital hacia bancos de Estados Unidos. Entre esos FSI estuvieron Korean Investment Corp., la Autoridad de Inversión de Kuwait, Mizuho Financial Group y la Corporación de Inversión del Gobierno de Singapur.

Las operaciones con los FSI no evitaron los problemas que Citigroup y Merrill Lynch enfrentaron meses después.

Los defensores de estos fondos afirman que en su país de origen ayudan a evitar los altibajos del ciclo económico, contribuyen a la estabilidad fiscal y permiten diversificar mejor la cartera de activos soberanos. En el exterior, supuestamente amortiguan la volatilidad de los mercados por su visión a largo plazo de la inversión, facilitan la asignación de recursos financieros y refuerzan la liquidez.

Pero algunos gobiernos consideran que los FSI podrían plantearles serios desafíos en el futuro en vista tanto de su monto, rápida expansión y capacidad para cambiar abruptamente de estrategia de inversión, como de su falta de transparencia y de las dudas sobre la finalidad de sus operaciones.

Por todo ello el FMI recibió un mandato que en mayo de 2008 llevó a la creación del Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI), fruto de un acuerdo con representantes de 26 FSI, de los países receptores, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y de la Comisión Europea. El 11 de octubre de 2008 el GITFSI publicó 24 principios de “aplicación voluntaria” (los principios de Santiago) cuyo propósito es “contribuir a mantener un sistema financiero mundial estable y la libre circulación de capital e inversiones” [FMI, 2008e]; el GITFSI también está evaluando la creación de un órgano permanente que represente a los fondos soberanos. Por su parte, la OCDE “guiará” a los países receptores de las inversiones de los FSI para que instituyan *políticas claras y no discriminatorias respecto de las operaciones de esos fondos*. El órgano permanente que represente a los FSI sería el contacto entre los fondos y los países receptores. Como se advierte, los principios de Santiago están orientados a promover la apertura del clima de inversión internacional, no a frenar potenciales intentos de intervencionismo por parte de esos fondos, ni a proteger a los países receptores. No puede menos que levantar suspicacias lo dicho por el presidente del Grupo del Banco Mundial, Robert B. Zoellick [2010a: 4] en cuanto a que “...los fondos soberanos y de pensiones que quieren invertir con el Grupo del Banco Mundial en África, constituyen una nueva forma de intermediación financiera”.

## HACIA UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

El G-20, el FMI, la ONU y otras instituciones han hecho diversas propuestas de reglamentación, amén de que funcionarios de bancos centrales han opinado al respecto, al igual que expertos académicos. Pero quizá la propuesta que ha captado más atención y causado más revuelo ha sido la reforma financiera de Estados Unidos. Enseguida se analizan dichas propuestas para tratar de dilucidar qué posibilidades hay de establecer una regulación que realmente instituya el orden en los circuitos financieros.

*a) Cumbres del G-20*

Las reuniones del G-20<sup>96</sup> celebradas a raíz de la crisis despertaron grandes expectativas; aquí sólo se mencionan algunos de los puntos acordados en ellas y parte de las reformas del FMI, las que atañen al sistema monetario internacional se abordan en el apartado correspondiente. También se hace referencia a algunas reuniones de los ministros de finanzas del G-20.

## Washington (noviembre de 2008)

En esta cumbre sobre mercados financieros y economía mundial los participantes empezaron por afirmar que se requiere una estrecha cooperación de la comunidad internacional para estabilizar el sistema financiero, estimular la demanda interna, ayudar

<sup>96</sup> Reúne a varias de las más grandes economías avanzadas y emergentes. Por las primeras participan el G-7: Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y República Federal Alemana, más Australia y Corea del Sur. Por las emergentes: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. También incluye a España, en representación de la UE. Otros asistentes a esta reunión fueron los jefes de las Naciones Unidas, del FMI, del Banco Mundial y del Foro de Estabilidad Financiera. Aunque en general se le considera mejor que el G-7, algunos opinan que el G-20 es muy grande para ser eficiente y muy pequeño para ser representativo; de cualquier modo, su existencia revela que se vive una era más abierta a la participación, aunque el G-7 genera más de la mitad de la riqueza global, aún rige el sistema financiero mundial y tiene un gran peso en la toma de decisiones.



a las economías emergentes y en desarrollo, fortalecer el marco regulador y sacar a la economía mundial de la peor recesión en décadas. Consideraron que las medidas aplicadas hasta entonces no bastaban para estabilizar los mercados financieros y apoyar el crecimiento económico.

El principal objetivo de la reunión, según se lee en la Declaración emitida al final [G-20, 2008], fue crear las bases de una reforma para evitar la repetición de una crisis global como la que se vive. Empero, se reiteraron cuestiones que no permiten albergar esperanzas:

2. Nuestro trabajo será guiado por la creencia compartida en que los principios del mercado, regímenes abiertos de comercio e inversión, y mercados financieros adecuadamente regulados, estimulan el dinamismo, la innovación y el espíritu empresarial, esenciales para el crecimiento económico, el empleo y la reducción de la pobreza.

Los participantes se opusieron a la regulación de lo que llaman un “supergendarme” de las finanzas mundiales.

Más adelante se lee:

12. [...] estas reformas sólo tendrán éxito si se basan en un compromiso con los principios del libre mercado, esto es: gobierno de la ley, respeto a la propiedad privada, inversión y comercio abiertos, mercados competitivos y sistemas financieros bien regulados. Tales principios son esenciales para el crecimiento económico y la prosperidad, han sacado a millones de la pobreza y han elevado significativamente los niveles de vida en varias partes del globo. Mejorar la regulación del sector financiero no significa caer en una sobre-regulación que dañe al crecimiento económico y exacerbe la contracción de los flujos de capital, incluso de los destinados a los países subdesarrollados.

Hecho el elogio del actual sistema detallaron varias medidas para fortalecer los mercados financieros y los regímenes reguladores y evitar así futuras crisis, medidas que no podrán ser efectivas en el marco delineado en los párrafos anteriores:

- a) Fortalecer la transparencia y la responsabilidad, exigiendo para ello información precisa sobre productos financieros complejos y acerca de las condiciones financieras de las empresas. Además debe haber incentivos para evitar aceptar riesgos excesivos.
- b) Mejorar la regulación, la vigilancia prudencial y el manejo del riesgo; para ello, todos los mercados financieros, productos y participantes serán regulados o sujetos a vigilancia, en especial las agencias calificadoras, conforme a un código internacional fortalecido. También se harán más efectivos los regímenes reguladores, sin desalentar la innovación ni la negociación de productos y servicios financieros. Los sistemas reguladores nacionales serán evaluados de manera transparente.
- c) Promover la integridad de los mercados financieros, protegiendo a inversionistas y consumidores, evitando conflictos de intereses, impidiendo la manipulación ilegal del mercado, las actividades fraudulentas y los abusos, y protegiendo contra riesgos financieros ilícitos, surgidos en jurisdicciones “que no cooperan”. Igualmente se compartirá la información, incluyendo la de jurisdicciones aun no comprometidas con las normas internacionales sobre secreto bancario y transparencia.
- d) Reforzar la cooperación internacional; los reguladores nacionales y regionales aumentarán su coordinación y cooperación en todos los segmentos de los mercados financieros, incluyendo las corrientes de capital transfronterizas. Será prioridad de los reguladores y otras autoridades fortalecer la cooperación en cuanto a prevención de crisis, su manejo y resolución.
- e) Reformar las instituciones financieras internacionales para reflejar la creciente importancia de diversos países en la economía mundial; ello dará más legitimidad y efectividad a dichas entidades. *Los países emergentes y los subdesarrollados, aun los más pobres, deben tener mayor voz y representación.* El Foro de Estabilidad Financiera

(FEF)<sup>97</sup> debe incluir entre sus miembros a más países emergentes; lo mismo deben hacer otros organismos. El FMI, el FEF ampliado y otras instituciones colaborarán en cuanto a detección de vulnerabilidades, prevención de potenciales tensiones y respuesta oportuna ante las crisis.

Los ministros de Finanzas formularon “recomendaciones” sobre áreas específicas:

- Evitar una política reguladora procíclica;
- Revisar y alinear las normas de contabilidad globales, sobre todo para valores complejos en épocas de tensión;
- Fortalecer la resistencia y transparencia de los mercados de derivados y reducir sus riesgos sistémicos, incluyendo “mejorar” la infraestructura de los mercados fuera de bolsa (*over the counter markets*).

En suma, el Plan de acción del G-20 plantea cuestiones como las ya apuntadas: un acuerdo sobre la valuación de valores complejos, una revisión del papel de las agencias calificadoras de crédito y un mejoramiento de la infraestructura para el mercado de CDS y otros mercados extraoficiales de derivados. También pide revisar las normas para las prácticas de manejo del riesgo y mejorar las que se relacionan con la liquidez.

El presidente de Brasil, Luiz Inacio Lula da Silva expresó que “la estructura geopolítica del mundo tiene una nueva dimensión”; aludía así a la participación de países emergentes al lado del G-7. Se destacó la importancia de ayudar a que los países en desarrollo y emergentes tuvieran acceso al financiamiento. Al respecto, se

<sup>97</sup> Fue fundado en 1999 por los países avanzados para promover la estabilidad financiera mundial mediante el intercambio de información y la cooperación internacional en el ámbito de la supervisión. Se creó después de la crisis asiática para limitar la intervención del FMI en ese ámbito, lo que según Stanley Fisher, ex funcionario del FMI, fue una decisión errada. El FEF no fue una institución mundial como el FMI.

elogió la creación del servicio de liquidez a corto plazo del FMI<sup>98</sup> y la introducción de nuevos servicios del Banco Mundial.

Londres (abril de 2009)

Puntos relevantes de esa reunión sobre el Plan global para la recuperación y reforma, fueron [G-20, 2009a]:

2. Esta crisis que se ha profundizado desde la reunión anterior, constituye el mayor reto que encara la economía mundial en tiempos modernos, pues afecta a todos los países, por lo que deben unirse para resolverla. Una crisis global, requiere una solución global.

4. Nos comprometemos a hacer lo necesario para:

- Restaurar la confianza, el crecimiento y el empleo.
- Reparar el sistema financiero para restaurar el crédito.
- Reforzar la regulación financiera para recobrar la confianza.
- *Reformar las instituciones financieras internacionales* para superar esta crisis y prevenir las futuras.
- Promover el comercio mundial y la inversión.
- Rechazar el proteccionismo.
- Construir una recuperación sustentable, incluyente y verde.

6. Los participantes se comprometieron a emprender una expansión fiscal concertada sin precedente para crear o salvar millones de empleos y que para fines de 2010 se esperaba generarían

<sup>98</sup> El FMI anunció en noviembre de 2008 la creación del servicio de liquidez a corto plazo para canalizar rápidamente recursos a países emergentes con una trayectoria sólida, pero con necesidades apremiantes de ayuda durante la crisis financiera, para resolver problemas transitorios de liquidez. Este servicio no impone condiciones una vez aprobado y permite a los países hacer giros inmediatos y a gran escala para restablecer la confianza y combatir el contagio financiero. México fue el primer país en recurrir a este nuevo servicio del FMI, la línea de crédito flexible por lo que dispone de 47 mmd; Polonia, 20.6 mmd y Colombia 10.5 miles de millones de dólares.

ingresos por más de 5 billones de dólares, cantidad que debería aumentar 4% año con año.

11. Se comprometieron a asegurar la sustentabilidad fiscal a largo plazo y la estabilidad de precios, y aplicar estrategias para apoyar al sector financiero y restaurar la demanda global. Con esto se limitará el costo a largo plazo para las respectivas economías, reduciendo el grado de expansión fiscal conforme pase el tiempo.

12. Al decidir las medidas de política económica, se considerarán sus efectos en otros países. Se evitarán devaluaciones competitivas y se *promoverá un sistema monetario internacional estable*. Se apoyará la vigilancia “imparcial” del FMI en todos los países y sectores financieros.

13. Para reconstruir la confianza en el sistema financiero, se creará un marco regulador más supervisado, coherente, fuerte y global, que apoye el desarrollo mundial sostenido y sirva a las necesidades de empresas y particulares.

14. El marco internacional que se necesita tendrá los más altos niveles de normatividad que exige un sistema financiero mundial. Reforzar la regulación y la supervisión debe promover la integridad y transparencia, proteger contra riesgos, reducir la toma excesiva de riesgos, disminuir la confianza en fuentes de financiamiento inapropiadas. Los reguladores y supervisores deben proteger a los consumidores e inversionistas, apoyar la disciplina del mercado, evitar efectos adversos en otros países, apoyar la competencia y *mantener la prudencia en la innovación de los mercados*.

15. Se firmó una Declaración para fortalecer el sistema financiero, que incluye el establecimiento del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) que sucederá al FEF, el cual se amplió para incluir a todos los países del G-20, España y la Unión Europea.

20. Se reformarán y modernizarán las instituciones financieras internacionales (IFI) para que reflejen los cambios en la economía mundial, los nuevos retos de la globalización y que den mayor voz y representación a los países emergentes y en desarrollo, incluso a los más pobres. Ello para que la ayuda que proporcionan las IFI sea más efectiva.

23. Está en pie el compromiso de alcanzar los acuerdos de la Ronda de Doha para el Desarrollo, acuerdo que podría impulsar a la economía global en al menos 150 mmd anuales.

25. Se reafirma el compromiso de alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). Se proporcionarán 50 mmd para protección social y apoyo al comercio en países de bajo ingreso, se venderá parte de las reservas de oro del FMI por lo que habrá 6 mmd más para créditos flexibles a los países más pobres.

27. Se dará el mejor uso a la inversión financiada con estímulos fiscales, construyendo una recuperación sólida. Se hará la transición a tecnologías e infraestructuras limpias, innovadoras y eficientes que usen poca energía fósil.

El G-20 también hizo una Declaración sobre la entrega de recursos mediante las IFI, en la cual reiteran que pondrán a disposición 850 mmd adicionales mediante el FMI y de los bancos multilaterales de desarrollo; esto, más el financiamiento bilateral de los miembros por 250 mmd,<sup>99</sup> da un total de recursos adicionales de hasta 1.1 billones de dólares a las IFI. Este programa es el plan global para la recuperación económica más grande en la historia.

Los apoyos al FMI incluyen:

- En el corto plazo, incorporar el financiamiento inmediato procedente de los miembros en un Nuevo Acuerdo de Préstamo expandido y más flexible, que incluirá a otros países del G-20, y se incrementará hasta 500 miles de millones de dólares.
- De ser necesario, el FMI puede considerar acudir al mercado de préstamos para, junto con otras fuentes de financia-

<sup>99</sup> Se apeló a que los miembros más ricos del FMI aportaran recursos para otorgar créditos a países en dificultades a causa de la crisis. Japón ya había aumentado en 100 mmd su participación en el FMI y algo similar se esperaba de otros miembros. El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó préstamos por un total de 32.1 mmd para Hungría y Ucrania, dos de los primeros países en acudir al Fondo en busca de ayuda para enfrentar las repercusiones de la crisis financiera mundial. Cada vez más países solicitan asistencia financiera al organismo, que también aprobó en tiempo récord préstamos por 8 mmd a Islandia y Paquistán.

miento, obtener los recursos necesarios para enfrentar la demanda.

En cuanto a los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) se acordó:

- Un incremento sustancial en préstamos de 100 mmd, incluyendo a los países de bajo ingreso, para totalizar 300 mmd en los próximos tres años.
- Pleno y excepcional uso de los balances de los BMD, para tener mayor capacidad de préstamo para enfrentar las necesidades creadas por la crisis.
- Un incremento general de capital de 200% en el Banco Asiático de Desarrollo y revisar las necesidades de incremento de capital del Banco Interamericano de Desarrollo (ID), del Banco Africano de Desarrollo y del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.
- Acciones de los BMD para *apalancar de manera más efectiva al capital privado*, incluyendo el uso de garantías, emisión de bonos y financiamiento puente, y
- hasta 50 mmd de apoyo a la liquidez en los próximos tres años, proporcionados por el IFC Global Trade Liquidity Pool, con significativo cofinanciamiento del sector privado, como parte del esfuerzo global para asegurar la disponibilidad de al menos 250 mmd de financiamiento al comercio en los próximos dos años. Para alcanzar este objetivo se acordó proporcionar entre 3 y 4 mmd de contribuciones bilaterales voluntarias al IFC Pool. Otros BMD han dado pasos para incrementar el financiamiento al comercio, y se planea dar financiamiento a mediano y largo plazos mediante las agencias de crédito a la exportación.

Uno de los señalamientos más importantes de esta reunión fue el relativo a la necesidad de que hubiera una expansión fiscal mundial. Los dirigentes de ese organismo se comprometieron a actuar juntos para enfrentar los retos macroeconómicos del mundo utilizando tanto la política monetaria como la fiscal. Por la

disminución de los riesgos inflacionarios muchos países avanzados y emergentes tuvieron margen para aplicar una política monetaria (PM) laxa, pero para restablecer el crecimiento se necesitó un estímulo fiscal.

Recuérdese que el proceso de desapalancamiento determinó una contracción crediticia cuyos efectos negativos se harán sentir mucho tiempo. En los países emergentes que dependen de la entrada de capital del exterior para financiar la expansión del crédito bancario, la efectividad de la PM puede ser limitada. Por ello la expansión fiscal, básicamente medidas para apoyar a los particulares de bajos ingresos, fue fundamental para sostener la demanda.

Así pues, reimpulsar la actividad económica y superar la restricción crediticia y de liquidez exige tanto medidas monetarias como fiscales. Para aumentar la demanda se requería un estímulo fiscal mundial basado, cuando fuera posible, en el gasto, pues los beneficiarios de los recortes fiscales suelen ahorrar lo que reciben. Contra lo que había afirmado siempre, el FMI aceptó la necesidad de una expansión fiscal mundial, aclarando que aunque el déficit fiscal entraña riesgos, dadas las circunstancias, los beneficios superaban a aquéllos.

Los países desarrollados tienen flexibilidad fiscal para estimular su economía, salvar de la quiebra a sus instituciones financieras, proporcionar crédito y fortalecer la protección social; pero la mayoría de los países en desarrollo tienen restricciones presupuestales por lo que el gasto en protección social se hace a expensas del crecimiento futuro.

Por el estímulo fiscal planteado por el G-20 (2% del PIB, en 2009 y 1.5%, en 2010) crecieron los déficit fiscales, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Esto por la operación de los estabilizadores automáticos y el efecto de las fuertes declinaciones en el precio de los activos sobre los ingresos, así como por el costo de los rescates. Al concluir 2009, el déficit fiscal estadounidense estaba por encima de 12% del PIB.

Olivier Blanchard [FMI, 2008a], director del Departamento de Estudios del FMI, se sumó a la recomendación apremiante de una expansión fiscal mundial y aconsejaba que los países avanzados aplicaran un estímulo fiscal tan grande como les fuera posible. Los



estímulos fiscales serían más efectivos si las principales economías, y sobre todo los socios comerciales clave los aplicaran más o menos al mismo tiempo; estímulos oportunos y coordinados entre varios países avanzados y emergentes apoyarían en gran medida el crecimiento mundial [FMI, 2008c].

Desafortunadamente, la expansión fiscal no incrementó el gasto directo de capital, esto es la inversión real, por lo que sirvió en muy pequeña medida para estimular el crecimiento; casi podría afirmarse que sólo sirvió para incrementar los déficits fiscales.

Los países desarrollados dieron estímulos fiscales a productores nacionales mediante requisitos de contenido nacional y otras medidas proteccionistas. Según Ricardo Hausmann, director del Centro para el Desarrollo Internacional de la John F. Kennedy School of Government (Harvard), esto perjudica seriamente a los países subdesarrollados, por lo que señaló: “Si vamos a tener una respuesta global a la crisis, necesitamos dar a todos los países del mundo la capacidad de expansión fiscal” [Foro Económico Mundial, 2009]. Esta afirmación hacía referencia a lo que ya se dijo: que países de bajo ingreso y algunos emergentes, que adolecen de grandes vulnerabilidades o donde la sostenibilidad de la deuda es una gran preocupación, no estaban en condiciones de aplicar estímulos fiscales.

Era preciso entonces que los países avanzados e incluso algunos emergentes les proporcionaran recursos para hacerlo y salvaguardar así lo que esas naciones ganaron en los últimos años [FMI, 2009a]. Como la demanda por sus exportaciones se contrajo, al igual que sus ingresos fiscales, y carecían de financiamiento privado, era fundamental la ayuda externa para proteger el gasto social y el relacionado con el logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Insistiendo como siempre en la “consolidación fiscal”, en la Declaración que siguió a la reunión de ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales del G-8 (Lecce, Italia, 13 de junio de 2009), se pidió al FMI que elaborara “estrategias” para cuando hubiera que eliminar el estímulo fiscal, dismantelar programas sociales y revertir los déficits fiscales; consideraron esto imprescindible para lograr una recuperación sostenible a largo plazo. Señalaron

también la necesidad de armonizar la imposición a las empresas pues en un mundo globalizado la competencia fiscal tiene efectos muy negativos: eleva la desigualdad por la redistribución regresiva del ingreso y frena la capacidad del Estado para proporcionar bienes públicos a la población (lo que también contribuye a aumentar la desigualdad) [FMI, 2009f].

Los ministros de finanzas y gobernadores de los BC del G-20 discutieron en Londres (4-5 de septiembre de 2009) cómo llevar a la práctica las reformas del sistema financiero que surgieron en las dos cumbres anteriores (Washington, noviembre de 2008 y Londres, abril de 2009). Entre los puntos tratados estuvo el de cómo limitar los bonos ofrecidos por los bancos y otras grandes empresas a sus ejecutivos y empleados, algo que algunos consideran está en el origen de la crisis financiera.

Timothy Geithner, secretario del Tesoro de Estados Unidos pidió más reformas y un nuevo “marco regulador” que protegiera a consumidores e inversionistas. Esto implica “mayor regulación de los mercados de derivados y agencias de crédito, nuevas normas de compensación para ejecutivos y, sobre todo, más herramientas para que los gobiernos puedan afrontar las quiebras bancarias” [Geithner, 2009].

En un informe hecho público poco antes de la Cumbre de Pittsburgh (24-25 de septiembre), la Organización Mundial de Comercio (OMC) urgió al G-20 a coordinar un plan de salida de la crisis que permitiera atajar las medidas proteccionistas que se tomaron desde principios de 2009 [OMC-OCDE -UNCTAD, 2009].

Al respecto, Global Trade Alert [2009] señaló que los países del G-20 rompieron su promesa de rechazar el proteccionismo comercial y citó 121 medidas proteccionistas y otras 134 que venían en camino, 70 de ellas contra China. El 75% de los productos provenientes de todos los sectores económicos originarios de 206 países habían sido golpeados por al menos una medida excluyente aplicada por uno o varios países del G-20. Una cosa dicen los comunicados del G-20 y otra se advierte en la OMC, dado el estancamiento que impera en ella desde noviembre de 2008. Un grupo de 35 países de la OMC se comprometieron, por quinta vez, a reanudar las negociaciones de la Ronda de Doha, a fin de concluir las en 2010.

Pittsburgh (24-25 de septiembre de 2009)

La primera cumbre del G-20 (noviembre de 2008) estuvo marcada por el colapso del sistema financiero que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, y la segunda (abril de 2009), por el inicio de la recesión global; la agenda de la tercera cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G-20 no incluyó asuntos que provocaran pánico, pues incluso se vislumbraba una incipiente recuperación. Con esto, las discusiones se centraron en los desequilibrios globales, para disminuir los cuales se reiteró que China y Europa debían aumentar su demanda interna y Estados Unidos orientarse a la exportación, acrecentar su ahorro y disminuir su deuda [G-20, 2009b].

Con ese propósito, se hizo el firme compromiso de impulsar reformas que permitieran “poner las bases para un crecimiento vigoroso, sostenido y equilibrado para el siglo XXI” (punto 11). Para desarrollar esta tarea, el G-20 se constituiría en el principal foro de cooperación económica a nivel mundial (punto 19), algo en detrimento del G-8 y que evidenció la influencia creciente de los países emergentes. La declaración advirtió que el hecho de que la recuperación estuviera a la vista no debería desviar del objetivo de avanzar en las reformas necesarias para lograr un crecimiento sostenido y equilibrado mediante la aplicación de políticas macroeconómicas que fomentaran la estabilidad. Los líderes del G-20 acordaron acabar con los excesos en el sector bancario, cuya “temeridad y falta de responsabilidad” condujeron a la crisis (punto 16).

Además:

17. Nos comprometemos a elevar las normas de capital, a aplicar fuertes normas de compensación internacional tendentes a acabar con las prácticas que condujeron a la toma excesiva de riesgos, a mejorar el mercado de derivados OTC y a crear más herramientas poderosas para que las grandes firmas globales se responsabilicen de los riesgos que toman. Las normas de esas empresas reflejarán el costo de su fracaso.

20. Se hizo el compromiso de contribuir con 500 mmd a renovar y expandir los llamados Nuevos Acuerdos para la obtención de préstamos del FMI.

22. [...] incrementar el acceso de los más pobres del mundo a la comida, a los energéticos y a las finanzas [...] (Lo que se haga) para reducir la brecha del desarrollo dará un fuerte impulso al crecimiento global.

Lo que más interesa para el objeto de este estudio es lo relativo al fortalecimiento de la regulación del sistema financiero internacional. Al respecto se mencionó la necesidad de:

- Construir capital de alta calidad y mitigar las tendencias procíclicas. Desalentar el apalancamiento excesivo. Estas reglas se aplicarán conforme mejoren las condiciones financieras y se consolide la recuperación económica, con el objetivo de aplicarlos... hasta fines de 2012. Más altos requisitos de capital para productos riesgosos y para actividades fuera de balance (no se plantea eliminarlos), como elementos de la Estructura de Capital de Basilea II; crear un Sistema Financiero Internacional (SFI) mejor preparado para enfrentar conmociones adversas. El Comité de Basilea ya ha fortalecido la supervisión y regulación del sector bancario. El G-20 apoya la introducción de una ratio de apalancamiento,<sup>100</sup> ratio que tendrá que armonizarse a escala internacional.
- Reformar las prácticas de compensación para apoyar la estabilidad financiera. La excesiva compensación en el sector financiero se refleja y se ve estimulada por la excesiva toma de riesgo. Esa compensación debe alinearse con la creación de valor a largo plazo, no con la toma excesiva de riesgo, incluyendo evitar bonos garantizados multianuales. Los supervisores tendrán que revisar las políticas y estructuras de compensación y podrán modificarlas en el caso de empresas que quiebren o que requieran intervención pública extraordinaria.

<sup>100</sup> Ratio de apalancamiento (*leverage ratio*) es el grado de endeudamiento de una empresa expresado como porcentaje de su valor patrimonial. Reducir la ratio de apalancamiento es un objetivo fundamental de las reformas, así como la eliminación de las oportunidades de arbitraje.

- *Mejorar* los mercados de derivados OTC. Todos los contratos de esos derivados deben negociarse en bolsas o en plataformas de negociación electrónicas antes de que finalice 2012. Las empresas financieras sistémicamente importantes deben desarrollar planes de contingencia y resolución específicos y coherentes a escala internacional. El Consejo de Estabilidad Financiera debe proponer *a fines de octubre de 2010* medidas de supervisión más estrictas y requisitos adicionales específicos de capital, liquidez y otros requerimientos prudentes.

Apelaron al Consejo de Normas Contables Internacionales (IASB) para que redoblara sus esfuerzos para alcanzar una serie única de normas de contabilidad globales de alta calidad, para junio de 2011.

15. Compromiso de luchar contra las jurisdicciones que se nieguen a cooperar, esto es los paraísos fiscales (marzo de 2010); el Foro Global de Transparencia e Intercambio de Información lucha porque los países puedan hacer obligatorias sus leyes fiscales para proteger su base tributaria. El Grupo de Trabajo de Acción Financiera (Financial Action Task Force, FATF) lucha ya contra el lavado de dinero y el financiamiento al terrorismo y el G-20 lo instó a publicar en febrero de 2010 una lista de jurisdicciones de alto riesgo.

Algo que destaca de lo acordado en Pittsburgh es la reforma de la misión, mandato y gobernanza de los BMD para que aceleren y aumenten sus préstamos para mitigar los efectos de la crisis sobre los más pobres del mundo. Lo malo es el ínfimo aumento de los préstamos: sólo 100 mmd (punto 22).

43. Los empleos de calidad deben estar en el centro de la recuperación. Sin una acción sostenida es probable que el desempleo siga elevándose en muchos países aun después de que las economías se estabilicen, con un desproporcionado efecto sobre los segmentos más vulnerables de la población mundial. A medida que regrese el crecimiento, cada país debe actuar para asegurar que el empleo se recupere rápidamente. El G-20 se comprometió a aplicar planes de recuperación para apoyar el trabajo decente,

ayudar a preservar el empleo y dar prioridad al crecimiento de los puestos de trabajo. Se seguirá proporcionando ingreso, protección social y capacitación a los desempleados y a quienes están en riesgo de perder su empleo. La situación actual no puede ser pretexto para ignorar o debilitar las normas de trabajo reconocidas en el ámbito mundial. Para asegurar que el crecimiento global tenga amplios beneficios, se deben aplicar políticas consistentes con los derechos al trabajo y con los principios fundamentales de la Organización Mundial del Trabajo (OIT). Cabe señalar que en esta reunión hubo representantes de la OIT para hacer oír las voces de los sindicalizados de todo el mundo.

49. Se mantiene el compromiso de avanzar en la liberalización comercial.

En el anexo, el G-20 llama a sus ministros de finanzas a desarrollar un proceso para evaluar las implicaciones de las políticas nacionales en la economía mundial; esto equivale a un ejercicio de evaluación mutua. Para cumplir con esto, los ministros, ayudados por el FMI: 1) establecerán las implicaciones y coherencia de las políticas monetaria y fiscal, crecimiento del crédito y evaluación de los mercados, acontecimientos cambiarios, precios de las materias primas y de la energía y desequilibrios en la balanza en cuenta corriente; 2) informarán regularmente, tanto al G-20 como al FMI, sobre lo que acontezca en la economía mundial, riesgos clave y preocupaciones en torno a los patrones de crecimiento y ajustes de política sugeridos por el G-20 de manera individual o colectiva.

Las instituciones y los mercados globales requieren cooperación global en cuanto a regulación, supervisión y política macroeconómica.

El G-20 reafirmó su decisión de respaldar la recuperación económica, reconociendo que ésta se debe a las bajas tasas de interés, los préstamos de los BC y los estímulos de los gobiernos, que en conjunto ascienden a casi 5 billones de dólares. En términos generales, los ministros de finanzas se comprometieron a mantener los programas de estímulo gubernamental hasta 2010. Al mismo tiempo se comprometieron a desarrollar un proceso transparente y creíble para retirar la extraordinaria ayuda a los sectores fiscal,

monetario y financiero, que se aplicaría en cuanto se consolidara la recuperación.

Estabilizar la economía y las finanzas mundiales será un proceso largo y penoso. Pero una vez que se logre, los gobiernos empezarán a dismantelar las medidas de apoyo aplicadas para enfrentar la crisis. El momento de hacerlo dependerá en parte de los avances en materia de reformas reguladoras. El G-20, al igual que otros foros y organizaciones, afirmó que no se retirarían de manera prematura los estímulos macroeconómicos o la PM laxa; en 2010, la crisis de deudas soberanas determinó que en la eurozona no se cumpliera con estos compromisos.

Posen [2009c] hace señalamientos interesantes sobre tal dismantelamiento: las tasas de interés deben regresar a la normalidad; los presupuestos del gobierno, a un nivel sostenible; las garantías bancarias y la propiedad accionaria por parte del Estado deben retirarse. Dada la interacción entre todas estas medidas es imperativo coordinar a escala internacional las estrategias de salida. Desde octubre de 2008, es evidente que lo que sucede en un país afecta a los demás; revertir los estímulos será aun peor y ningún país querrá ser el primero en hacerlo. La baja inflación permitió una PM laxa y ayudó a disipar la deflación, pero cualquier divergencia significativa en cuanto a metas inflacionarias erosionaría tal situación en detrimento de todos.

Aun las tibias decisiones del G-20 bastan para causar el enojo de los afectados por iniciativas como reforzar su capital y reducir los bonos que reciben sus altos ejecutivos.<sup>101</sup> El G-20 señaló que los bonos de los directivos bancarios deben fijarse por objetivos a largo plazo y vinculados al rendimiento de cada entidad; sin embargo, no se puso un tope a las remuneraciones de los banqueros.

<sup>101</sup> Los ejecutivos financieros de Wall Street argumentaban que debían recibir cuantiosas remuneraciones y compensaciones para estar motivados. Pero tanta motivación fue lo que los llevó a poner en riesgo la economía global, no a introducir nuevos productos que mejoraran la vida de las personas o les ayudaran a manejar los riesgos que enfrentaban. Sus habilidades se centraron en encontrar la forma de eludir las normas contables y financieras creadas para asegurar la transparencia, la eficiencia y la estabilidad, y sobre todo, para no dañar a quienes contaban con menos información [Stiglitz, 2009b].

En cuanto a la nueva regulación financiera, empezará a aplicarse en el curso de varios años, lapso en el cual podría diluirse el interés en las reformas, como ocurrió hace una década; esto fácilmente puede suceder puesto que lo acordado en las cumbres del G-20 no tiene fuerza legal, sólo da a los gobiernos miembros directrices a seguir al momento de decidir su propia política. Recuérdese cómo han violado el compromiso de no aplicar medidas proteccionistas; y cómo el gobierno mexicano no aplicó el estímulo fiscal de 2% del PIB.

Para la estabilidad del sistema financiero es indispensable un acuerdo internacional para incrementar de manera significativa los requisitos de capital de los bancos y de todas las instituciones financieras sistémicamente importante. Pero no bastan las reglas, los supervisores deben ver que se cumplan. Los bancos y otras instituciones financieras tomaron riesgos excesivos y tenían muy pocas reservas para sobrevivir cuando aquéllos se materializaron. Exigirles mantener más capital reduce ambos problemas. Serán más cuidadosos al invertir y no habrá necesidad de rescatarlos. Fácilmente puede hacerse un seguimiento de la adhesión a esas normas de capital. El primer problema es que más capital para los bancos restringe el crédito, que a su vez significa menor crecimiento económico. Lo que es bueno para el sistema en su conjunto y un correctivo necesario a sus pasados excesos, será muy impopular.

Algunos gobiernos, Estados Unidos entre ellos, quieren mantener la discrecionalidad sobre cómo diseñar su política, en vez de comprometerse a reglas más estrictas, lo que podría dar al traste con las nuevas normas de capital. Pero podrá superarse todo esto si los gobiernos aceptan un enfoque basado en reglas, no en la discrecionalidad. Tal compromiso implica un costo en cuanto a flexibilidad y probablemente provoque una mayor contracción inicial del crédito, mientras se ajusta el sistema financiero. Pagar ese costo es mejor que arriesgarse a padecer otra crisis [Posen, 2009b].

Seúl (abril y noviembre de 2010)

En el comunicado que siguió a la reunión de ministros de hacienda y de gobernadores de los bancos centrales del G-20 (abril de 2010,



Busan, República de Corea), además de abundar sobre lo dicho en otras reuniones se acordó que el sector financiero realizara una contribución “justa y significativa” para pagar la carga relacionada con las intervenciones gubernamentales llevadas a cabo para reparar el sistema bancario o financiar medidas de resolución [FMI, 2010e].

Durante la cumbre del G-20 en Toronto (26-27 de junio de 2010), en lo referente al tema de este trabajo se insistió en la necesidad de avanzar más en fortalecer los sistemas financieros frente a los riesgos, en aumentar la transparencia y en mejorar la solvencia de las instituciones. Pero fue el problema de las deudas soberanas en Europa y la manera de hacerle frente lo que acaparó la atención, insistiéndose en la importancia de contar con finanzas públicas sostenibles y con planes creíbles para lograrlo, acordes a las circunstancias de cada país [G-20, 2010a]. Más que acaparar la atención, el tema de las deudas soberanas se convirtió en un conflicto abierto que rompió la relativa unidad que se dio en anteriores cumbres del G-20; ello porque los países europeos se negaron a atender al llamado del presidente Obama de mantener el estímulo económico hasta que la recuperación fuera un hecho.

En la reunión de jefes de Estado y de gobierno del G-20 en Seúl, Corea (11-12 de noviembre de 2010), el principal conflicto fue la “guerra de divisas” surgida porque varios países buscan, de manera simultánea, aumentar sus exportaciones, debilitando sus divisas. Sin embargo, no se llegó a ningún acuerdo al respecto que pueda contribuir a reequilibrar el comercio mundial. Hubo sólo laxos compromisos<sup>102</sup> de apoyar “la flexibilidad de los tipos de cambio para reflejar las variables económicas fundamentales” y de evitar devaluaciones competitivas.

Además, en el comunicado final [G-20, 2010b] los líderes del G-20 dijeron que buscarán mantener desequilibrios externos “sostenibles” elaborando “directrices indicativas compuestas por una gama de indicadores que sirvan para facilitar la adecuada identificación de los grandes desequilibrios que exigen la adopción de ac-

<sup>102</sup> Recuérdese que el G-20 carece de mecanismos para obligar al cumplimiento de sus acuerdos; funciona por consenso y presión de los pares, no por sanciones y reglas.

ciones preventivas y correctivas”. Esto contrarió a Estados Unidos, impulsor de la propuesta desechada, de imponer un límite máximo de 4% del PIB para los déficit o superávit; se acordó que será en 2011 cuando se establecerán “guías indicativas” para medir los desequilibrios en cuenta corriente, de tal manera que cuando éstos lleguen a niveles peligrosos se impongan medidas. El comunicado insta a mantener la unidad del G-20, ya que cambiar las soluciones comunes por decisiones unilaterales sería desastroso para todos.

Es digna de mención la aseveración de la canciller alemana Ángela Merkel en el sentido de que un análisis de los desequilibrios debería incluir, entre otras, las políticas monetarias y fiscales, en vez de centrarse en la política comercial y en las cuestiones relativas a los tipos de cambio. Dijo también que para regresar a un crecimiento sostenible es indispensable “revitalizar el comercio, la inversión extranjera directa y la estabilidad financiera corporativa”.

Como contrapartida al fracasado modelo neoliberal plasmado en el Consenso de Washington, en esta Cumbre se firmó el Consenso de Seúl para un crecimiento compartido, el cual se propone “maximizar” el potencial de crecimiento de los países pobres y avanzar hacia el “reequilibrio global”, conforme a los ODM. Pero el G-20 sigue siendo un sistema sumamente laxo, que redacta comunicados con buenas intenciones pero es incapaz de llegar a acuerdos obligatorios, y por tanto de sentar las bases para superar los problemas existentes.

Aunque como ya se señaló, las fricciones monetarias y comerciales impidieron cualquier acuerdo, la reunión puede considerarse relevante por la firma del Consenso de Seúl, que se espera traiga beneficios reales a los países pobres, y sobre todo por haber sido suscrita la nueva regulación financiera conocida como Basilea III. Sin embargo, se necesitará al menos un año para definir cuáles son los bancos importantes “sistémicamente” y qué cantidad de reservas de capital extra se les exigirá.

Por lo pronto, los criterios para determinar qué banco es sistémico se basan no tanto en el tamaño sino en su interconexión con otras entidades, su peso en determinados mercados y su internacionalización. Así, Banca Intesa, de Italia, con activos equivalentes a 25% de los activos de Industrial Bank of China, es conside-

rado sistémico, en nivel igual que Bank of America, que es ocho veces más grande que Banca Intesa.

De manera tentativa se planea exigir a 19 entidades financieras de siete países occidentales entre 2 y 3% adicional de reservas, por el peligro que supondría para el sistema financiero internacional su eventual quiebra. Esos bancos son Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase, Goldman Sachs y Morgan Stanley (Estados Unidos); HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays y Standard Chartered (Reino Unido); BBVA y Santander (España); UBS y Credit Suisse (Suiza); BNP-Paribas y Société Générale (Francia); Banca Intesa y UniCredit (Italia); Deutsche Bank (Alemania) y Royal Bank of Canada. Nomura, de Japón, podría entrar en la lista.

Aún no se decide qué tipo de activos pueden formar parte de esas reservas “sistémicas”. Una cosa es que sean acciones y otra “activos mixtos”, o sea que pueden ser consideradas como acciones pero también como bonos (en cuyo caso son deudas de las entidades). Basilea III también establece que los bancos en cuyos portafolios abundan las inversiones riesgosas tendrán que incrementar su capital en mayor medida que los que tienen portafolios menos riesgosos.

Pero subsisten varios problemas: el largo tiempo establecido para la plena aplicación de Basilea III; además, hay indicios de que algunos países, como Francia, no quieren que sus grandes bancos se sometan a normas más estrictas que los pequeños. En contraste, Suiza impone ya reglas más rigurosas a sus grandes bancos.

La quinta cumbre del G-20 no hizo referencia a la turbulencia económica en algunos países de la UE. Durante los días de la reunión de nueva cuenta surgieron problemas con las deudas soberanas, en esta ocasión, en Irlanda.

### *b) Basilea III*

A mediados de 2010, el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria<sup>103</sup> (CBSB) realizaba las últimas negociaciones acerca de

<sup>103</sup> Funciona con los auspicios del Banco de Pagos Internacionales. Fue creado por el Grupo de los 10 (G-10) en 1974, después de que la quiebra del banco alemán Herstatt puso en peligro la estabilidad financiera mundial. En 1988, el

normas internacionales de “alta calidad” sobre cámaras de compensación y plataformas electrónicas para negociar los contratos de derivados OTC; una supervisión coherente y coordinada de los fondos de inversión de alto riesgo (*hedge funds*) y de las agencias calificadoras del riesgo crediticio; un mecanismo multilateral de intercambio de información entre todos los países, etcétera. Por fin el 26 de julio de 2010, el CBSB alcanzó un amplio acuerdo, conocido como Basilea III, para reformar las normas de capital y liquidez; el Grupo de Gobernadores y Responsables de la Supervisión (GGRS), órgano de vigilancia del CBSB, se comprometió a incrementar la calidad, cantidad y solidez internacional del capital para fortalecer las normas de liquidez, desalentar el excesivo endeudamiento y la toma de riesgo y reducir las medidas procíclicas. En particular hubo acuerdo en cuanto a la definición de capital, al tratamiento del riesgo de contraparte, a la tasa de apalancamiento y a la norma de liquidez global [BIS, 2010b].

El acuerdo recoge los comentarios recibidos en la consulta sobre las reformas propuestas por el Comité de Basilea en diciembre de 2009.<sup>104</sup> También toma en cuenta los resultados del *Estudio sobre las consecuencias cuantitativas, las evaluaciones del efecto económico durante la transición y los beneficios y costos económicos a largo plazo*, que influyó mucho en las decisiones del Comité de Basilea en cuanto a los niveles de las ratios clave y a las modificaciones necesarias a su propuesta original. El 12 de septiembre de 2010, se anunció, ya con números, el fortalecimiento de los requisitos de capital y se aprobaron los acuerdos del 26 de julio [BIS, 2010c; Comunicado de prensa, <www.bis.org>, 12 de septiembre]. El Co-

Comité estableció lo que ahora se conoce como Basilea I, consistente en un marco internacional para armonizar los coeficientes de suficiencia de capital, ponderados en función del riesgo en los países del G-10 [Chapoy, 1997]. El 26 de junio de 2004, el Comité publicó el documento *Convergencia internacional sobre normas y medidas de capital: Marco institucional revisado*, conocido como Basilea II, que entraría en vigor en todo el mundo el 1 de enero de 2007. Pero en parte por la crisis financiera global, los países que lo aplicaron lo hicieron parcialmente e interpretándolo a su conveniencia. Ahora Basilea III se propone enmendar las debilidades de Basilea II que la crisis financiera hizo evidentes.

<sup>104</sup> <<http://www.bis.org/publ/bcbs164.htm>> y <<http://www.bis.org/publ/bcbs165.htm>>.

mité de Basilea preparó los detalles de las reformas junto con un resumen de los resultados del estudio mencionado, para presentarlos en la Cumbre del G-20 en Seúl.

La aplicación de Basilea III será gradual a lo largo de un periodo prolongado, pues habrá etapas de transición y de observación para varias de las cuestiones más importantes.

He aquí los principales aspectos de Basilea III:

El requerimiento mínimo de capital ordinario<sup>105</sup> (*common equity*) pasa de 2 a 4.5%. Este nivel, por debajo del cual un banco podría tener que cerrar, es sólo el primer paso. La crisis mostró la necesidad de construir amortiguadores de capital en los buenos tiempos para crear un colchón utilizable en épocas de tensión. Por ello se creó un fondo amortiguador de capital (*capital conservation buffer*) de 2.5% que debe pagarse en acciones comunes. Si esto se suma al 4.5% del requisito mínimo, da un total de 7 por ciento.

Los bancos recurrirán al amortiguador en momentos de tensión, pero conforme los coeficientes de capital se aproximen al mínimo exigido crecerá la restricción sobre la distribución de beneficios. Esto mejorará la supervisión y el buen gobierno de los bancos al evitar que éstos distribuyan bonificaciones discrecionales o elevados dividendos aun cuando sufran un deterioro significativo en su base de capital, como sucedió en esta crisis.

También se aplicará, según las circunstancias de cada país, un amortiguador anticíclico (*countercyclical buffer*) de 0 a 2.5% del capital ordinario u otro tipo de capital que permita la completa absorción de pérdidas. Esto protegerá el sistema bancario en periodos de crecimiento excesivo del crédito; en otras palabras, se activará cuando a juicio de las autoridades una burbuja crediticia ponga en riesgo la estabilidad financiera. Al reducirse las posibilidades de una expansión crediticia en los “buenos tiempos”, y de una contracción crediticia en los “malos”, difícilmente surgirán riesgos sistémicos como los que precipitaron la crisis que aun se vive. Amortiguadores mayores reducen la exposición de

<sup>105</sup> La forma de capital que permite la mayor absorción de pérdidas.

los contribuyentes a las crisis sistémicas [Cecchetti, Mohanty y Zampolli, 2010].

Es bien sabido que durante esta crisis las ratios de capital ponderadas por el riesgo (*risk-weighted*) subvaluaron los riesgos reales. Para evitar esto, Basilea III introduce una ratio de apalancamiento (*leverage ratio*) que limita la creación de riesgo sistémico resultante de una rápida expansión del apalancamiento. En julio, se acordó aplicar un coeficiente mínimo de 3% del capital de nivel 1 (*tier 1*) durante un periodo de prueba. Con base en los resultados obtenidos, se harán los ajustes necesarios en la primera mitad de 2017 para trasponer ese coeficiente al Primer Pilar el 1 de enero de 2018.

El requerimiento de capital de nivel 1, que incluye el capital ordinario y otros instrumentos financieros admisibles con base en criterios más estrictos, pasará de 4 a 6% en igual periodo. Esto aumenta los requerimientos de capital para las actividades de negociación,<sup>106</sup> de derivados y titulización, previsto para fines de 2011.

Los bancos de importancia sistémica deberán poder absorber pérdidas por encima de los niveles anunciados el 12 de septiembre. El Consejo de Estabilidad Financiera y el CBSB están desarrollando un método aplicable a ese tipo de instituciones, que combinaría elementos como recargos de capital, capital contingente y deuda *bail-in*. Además, se sigue trabajando para reforzar los regímenes de resolución bancaria. El CBSB emitió además el documento *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, para fortalecer la absorción de pérdidas por parte de

<sup>106</sup> Durante la crisis, el capital para las exposiciones de las negociaciones registradas en libros fue a todas luces inadecuado. Por eso el Comité reforzó las reglas de dichas negociaciones para capturar el riesgo crediticio de complejas negociaciones y actividades con derivados. También se incluyen requisitos de capital más altos para reasegurar ante las exposiciones. Está terminando nuevas reglas para el riesgo crediticio de contraparte que fortalecerán la resistencia de los bancos individuales y reducirán el riesgo de que las conmociones se transmitan de una institución a otra, por los derivados y por el canal financiero [Cecchetti, Mohanty y Zampolli, 2010].

instrumentos de capital de nivel 1, distintos del capital ordinario y del nivel 2.

#### Disposiciones transitorias

Desde que empezó la crisis los bancos han tratado de elevar sus niveles de capital; pero los resultados preliminares del estudio mencionado<sup>107</sup> llevado a cabo por el CBSB a fines de 2009, muestran que los grandes bancos en su conjunto necesitarán mucho más capital para cumplir con los nuevos requerimientos.<sup>108</sup> Los bancos más pequeños, que son muy importantes para las Pymes, ya cumplen en gran medida dichas normas.

Las disposiciones transitorias para aplicar las nuevas normas ayudarán a que el sector bancario las cumpla con un nivel razonable de retención de beneficios y ampliación del capital, mientras sigue concediendo crédito a la economía. Esas disposiciones son:

- La aplicación de las normas empezará el 1 de enero de 2013, para que los países tengan tiempo de incorporar las normas en sus respectivas legislaciones y regulaciones. A partir de esa fecha se exigirá a los bancos cumplir con los requerimientos mínimos con relación a sus activos ponderados por riesgo (APR): 3.5% capital ordinario/APR; 4.5% capital nivel

<sup>107</sup> El *Estudio sobre las consecuencias cuantitativas, las evaluaciones del efecto económico durante la transición y los beneficios y costos económicos a largo plazo*, fue realizado por el Grupo de Evaluación Macroeconómica del CEF/CBSB, que reunió el conocimiento y la experiencia sobre modelos económicos de 24 autoridades nacionales y organizaciones internacionales.

<sup>108</sup> Se cambia la definición de capital común, lo que corta a la mitad la cantidad actual de capital elegible para enfrentar los requisitos; dada la actual composición de los activos bancarios, el mínimo anterior se acercaría a 1%. Así, el capital adicional que los bancos tendrán que acumular es mayor que el que parece a simple vista [Cechetti, Mohanty y Zampolli, 2010]. Además, la tasa efectiva a la cual se introducen los requisitos más estrictos es más rápida de lo que parece, pues el cambio en la definición de capital se enfrenta al mismo tiempo que se incrementan las ratios. Así, el incremento efectivo en los requisitos es de 1 a 7%; y excluye el amortiguador contracíclico. Esto significa un incremento de siete veces.

1/APR y 8% capital total/APR. Los requerimientos mínimos para el capital ordinario y de nivel 1 se ajustarán progresivamente entre el 1 de enero de 2013 y el 1 de enero de 2015. El requerimiento para capital total se mantiene en su actual 8%. El requerimiento de capital nivel 1 puede cubrirse con capital de nivel 2 y con otras formas de capital de mayor calidad.

- El amortiguador de protección del capital se aplicará paulatinamente entre el 1 de enero de 2016 y el 1 de enero de 2019, cuando entrará plenamente en vigor. Los países donde el crédito crezca excesivamente aumentarán con mayor rapidez los amortiguadores del capital y el anticíclico y reducirán los periodos de transición cuando lo consideren adecuado.
- Los bancos que cumplan el coeficiente mínimo en el periodo de transición, pero que aún estén por debajo del 7% fijado como objetivo para el capital ordinario (coeficiente mínimo más amortiguador de protección), aplicarán políticas prudentes de retención de beneficios para alcanzar lo antes posible el nivel exigido para ese amortiguador.
- Las inyecciones de capital público existentes se podrán computar de manera excepcional hasta el 1 de enero de 2018. Los instrumentos que ya no puedan considerarse como capital de nivel 1 distinto del capital ordinario o como capital de nivel 2, dejarán de reconocerse paulatinamente en diez años a contar desde el 1 de enero de 2013. Los instrumentos que incluyan incentivos para su amortización se dejarán de reconocer en su fecha de vencimiento efectiva.
- Los instrumentos que no cumplan los criterios para ser considerados capital de nivel 1 ordinario, se excluirán de inmediato el 1 de enero de 2013. Pero se excluirán progresivamente, siguiendo los plazos ya descritos, los instrumentos que cumplan estas condiciones: 1) no haber sido emitidos por una sociedad por acciones (*non-joint stock companies*);<sup>109</sup> 2) se contabilicen como “patrimonio” (*equi-*

<sup>109</sup> Estas sociedades no se incluyeron en el acuerdo del Comité de Basilea de 1998 sobre instrumentos admisibles como capital de nivel 1, pues no emiten acciones ordinarias con derecho a voto.



ty) según las normas contables en vigor; 3) se reconozca de forma ilimitada como capital de nivel 1 en la legislación bancaria nacional vigente.

- Sólo los instrumentos emitidos antes de la publicación de este comunicado de prensa podrán beneficiarse de las disposiciones transitorias.

Los mecanismos de transición para el coeficiente de apalancamiento se anunciaron en el comunicado de prensa del GGRS (26 de julio), donde se especifica que el periodo de seguimiento supervisor empezará el 1 de enero de 2011, el periodo de aplicación en paralelo irá del 1 de enero de 2013 al 1 de enero de 2017 y la divulgación del coeficiente de apalancamiento y sus componentes empezará el 1 de enero de 2015.

Basilea I y Basilea II pasaron por alto la liquidez, dejándola al arbitrio de los reguladores nacionales. En respuesta a las presiones experimentadas durante la crisis, Basilea III introduce dos normas reguladoras mínimas para alcanzar objetivos separados pero complementarios en cuanto a la liquidez. El coeficiente de cobertura de liquidez (CCL) especifica ciertos activos líquidos que pueden usarse para contrarrestar salidas netas de efectivo en escenarios de tensión a corto plazo. El coeficiente de financiamiento estable neto (CFEN) compara una estimación de las fuentes confiables de financiamiento en tensiones más prolongadas y menos agudas.

Tras un periodo de observación que empezará en 2011, el CFEN entrará en vigor el 1 de enero de 2015. El CFEN revisado se convertirá en norma mínima el 1 de enero de 2018. El Comité pondrá en marcha rigurosos procesos de divulgación para vigilar los coeficientes en el periodo de transición y seguirá analizando sus implicaciones para los mercados financieros, la concesión de crédito y el crecimiento económico, atendiendo cualquier efecto secundario indeseado cuando sea necesario.

Los desfases en los vencimientos estuvieron en el centro de la reciente crisis (y de algunas anteriores). Para asegurar que los bancos mantengan más activos líquidos y manejen sus riesgos de

liquidez de manera adecuada, las nuevas normas de Basilea buscan minimizar la exposición del sistema bancario, y de los contribuyentes, a conmociones indeseables de oferta y demanda de activos líquidos.

Así pues, se fijan requisitos de capital más altos para productos riesgosos y para actividades fuera de balance, pero no se planteó eliminarlos.<sup>110</sup> En el lapso planeado para su aplicación se corre el riesgo de que se diluya el interés en las reformas; peor aún, podrían presentarse nuevas crisis.

La aplicación de los principios de Basilea III será compleja pues la mayoría de los bancos mundiales más grandes operan en un ámbito internacional. Además, es utópico pensar que reglas idénticas podrían aplicarse de igual manera en todo el mundo en un área tan sensible como la financiera.

Basilea III expande de manera sustancial los amortiguadores de capital que apoyan al sistema bancario global, lo que ayudará a asegurar que el capital esté disponible para apoyar a los bancos en las operaciones que se les presenten y en la concesión de crédito en periodos de tensión, manteniendo un nivel de capitalización que permita absorber incluso pérdidas sustanciales.

El Comité y el CEF estudian también la posibilidad de que el capital contingente –instrumentos financieros que pueden ser amortizados o convertidos en acciones comunes en ciertas condiciones– sirva para enfrentar los requisitos de sobrecarga sistémica.

Mientras más capital y más liquidez haya en un sistema financiero, menos probabilidad hay de que una crisis imponga costos económicos altos que se esparzan ampliamente.

El estudio citado concluye que la probabilidad promedio anual de una crisis va de 4 a 5%. ¿Cómo afectarán los nuevos requisitos de capital y liquidez la probabilidad de una crisis? Ese análisis estima que la probabilidad de crisis bajaría de 4.6% a menos de 1%. Los ajustes traerán costos durante la transición, pero el estudio re-

<sup>110</sup> El FMI [2009b] subraya que los actuales requisitos de capital deben ajustarse para reducir su efecto procíclico, lo que significa acumular capital en los buenos tiempos, cuando el crédito está creciendo más rápidamente que el PIB y la relación crédito/PIB ya es alta; el capital extra serviría como amortiguador en las desaceleraciones.

vela que por cada punto porcentual de incremento en el capital requerido, aplicado en un horizonte de cuatro años, el nivel del PIB en relación a la trayectoria *baseline* declina un máximo de 0.19%. Esta pérdida máxima de PIB ocurre cuatro y medio años después de iniciada la aplicación; después, el PIB se recupera hacia el nivel *baseline*. Esto desmiente a quienes dicen que las nuevas normas obstaculizarán la demanda en la débil recuperación que se vive.

Otros riesgos de la transición son los límites a la capacidad del mercado para absorber rápidamente grandes volúmenes de nuevas emisiones de capital bancario. Por eso Basilea III prevé una transición de hasta ocho años en algunos renglones.

Aun con las nuevas normas no se tendrá la seguridad de que el sistema resista una fuerte conmoción. Algunos bancos seguirán vulnerables por activos mal cotizados, pobres evaluaciones del riesgo y quiebras. Pero las pérdidas de casi todos los bancos durante la reciente crisis se hubieran cubierto con amortiguadores como los de la nueva estructura. Y los nuevos requisitos darán tiempo, en caso de una gran conmoción, para que las nuevas normas y los amortiguadores contracíclicos empiecen a surtir efecto y para que los bancos y el sector público evalúen la situación y den respuestas adecuadas.

Las medidas deben enfocarse no sólo en los riesgos planteados por los bancos, sino también en aquellos puestos por las instituciones financieras no bancarias. Las reformas deben tratar las exposiciones y los riesgos emergentes en todo el sistema financiero, no sólo en los bancos y una de las limitaciones de Basilea III es que se aplica sólo a una parte del sistema financiero.

Además, se debe fortalecer la develación de los instrumentos titulizados, regular de manera estricta los fondos del mercado monetario y otros intermediarios no bancarios, y vigorizar los requisitos de capital para las actividades relacionadas con la titulización en los bancos [Cechetti, Mohanty y Zampolli, 2010].

### *c) La reforma financiera de Estados Unidos*

En junio de 2009, el presidente Barack Obama presentó medidas reguladoras para endurecer la supervisión de los bancos y de los

mercados de capital, que constituirían la reforma financiera de Estados Unidos. Días después, en audiencia ante la Comisión de bancos del Senado los reguladores financieros se opusieron a la creación de una nueva agencia supervisora; además, se manifestaron en contra de la eliminación de la Oficina de Supervisión del Ahorro (Office of Thrift Supervision, OTS) y de la Oficina del Contralor de la Moneda.

Otros opositores insistieron en que dicha reforma, al basarse en una mayor regulación reduciría la cantidad disponible para prestar y aumentaría el costo de hacerlo, por lo que en lugar de promover el crédito elevaría su costo haciendo la recuperación lenta y costosa. Al exigir a los grandes bancos que incrementaran sus reservas para futuras pérdidas y evitaran así incurrir en riesgos excesivos, habría menos dinero para prestar y a tasa más alta en una economía que depende en más de 60% del consumo interno, que a su vez depende en más de 70% del crédito.

Timothy Geithner [2009], secretario del Tesoro de Estados Unidos, afirmó, en apoyo del presidente, que era vital aportar más capital al sistema bancario, para lo cual era necesario reforzar los requisitos del capital<sup>111</sup> y modernizar la estructura reguladora de modo que el sistema financiero fuera lo suficientemente fuerte como para resistir la quiebra de las instituciones financieras grandes y complejas. Mencionó también la necesidad de que hubiera reservas suficientes para que los grupos financieros absorbieran por sí mismos las pérdidas. Hizo hincapié en que deberían imponerse fuertes restricciones al apalancamiento.

En enero de 2010, Obama propuso gravar con una cuota a las empresas financieras más grandes del país,<sup>112</sup> culpables de la tormenta financiera; dicha cuota sería para compensar el rescate:

<sup>111</sup> Los requisitos de capital son los “límites de velocidad” de la banca [Caruana, 2010: 2]; aunque necesarios, no bastan para alcanzar la estabilidad financiera.

<sup>112</sup> Por ello Estados Unidos y algunos otros países en el epicentro de la crisis, como Reino Unido, acogieron con beneplácito la propuesta del FMI de crear un nuevo impuesto global a las instituciones financieras en proporción a su tamaño, así como gravar las ganancias y bonificaciones de los bancos. Naciones no mayormente afectadas por la crisis –Canadá, Australia, China, Brasil e India– dudan de la pertinencia de tal medida.

[...] si las empresas de Wall Street se permiten el lujo de volver a repartir grandes primas, también pueden dar una cuota modesta para devolver el dinero a los contribuyentes que les rescataron cuando lo necesitaban [...] No podemos permitir que las instituciones financieras, incluidas las que se encargan de nuestros depósitos, corran riesgos que pongan en peligro toda la economía.

Obama esperaba recaudar 120 mmd para recuperar parte del rescate financiero (Trouble Asset Recovery Program, TARP), cuyo monto fue de 700 miles de millones de dólares.

Los inconformes con tal medida adujeron que como los bancos que recibieron ayuda del gobierno en 2009 obtuvieron sustanciales fondos en los mercados privados, habían reembolsado decenas de miles de millones de dólares del dinero de los contribuyentes.

En efecto, en el segundo semestre de 2009 los bancos que recibieron ayuda habían reembolsado más de 70 mmd, y habían pagado más de 9 mmd en dividendos, intereses y otros ingresos. En el caso de las 25 instituciones en las cuales las inversiones del Tesoro habían sido totalmente reembolsadas, el Tesoro obtuvo un rendimiento promedio anualizado de casi 17%. Se esperaba el reembolso de 50 mmd en 2010 y el primer semestre de 2011.

El 21 de enero de 2010, el presidente expuso el plan, conocido como “Ley Volcker”<sup>113</sup> de recortar el tamaño de los gigantes bancarios y restringir la excesiva toma de riesgo con el dinero de los depositantes.<sup>114</sup> Los bancos cuyos depósitos estaban garantizados y por lo mismo tenían acceso a los fondos de emergencia del BC, no podrían llevar a cabo actividades patrimoniales de alto riesgo, esto es apuestas hechas usando su propio dinero. Se pretende también impedir que esas entidades posean, inviertan o asesoren a fondos

<sup>113</sup> En referencia a Paul Volcker, ex presidente del Fed, coordinador del Comité Asesor para la Recuperación Económica del presidente Barack Obama y encargado de reformular la nueva ley regulatoria para los bancos; está particularmente preocupado por el problema de los bancos “demasiado grandes para quebrar”, que han olvidado que su misión es servir a sus clientes.

<sup>114</sup> El Centre for Economic Policy Research [2010] sostiene que no se debe imponer límites al tamaño de las instituciones, sino aplicar primas de seguro de depósito o cargos sobre el capital que se incrementen en términos porcentuales a medida que los bancos crezcan.

de inversión de alto riesgo o empresas de capital de riesgo. Sin embargo, podrían seguir ejerciendo algunas funciones de banca de inversión.

Desde 1994, los bancos enfrentaban un límite máximo de 10% sobre la participación en los depósitos del mercado nacional; pero la reforma plantea más restricciones. El objetivo es reducir la concentración, que aumentó mucho en los últimos 20 años y que se aceleró durante la crisis, a medida que los bancos saludables compraban bancos en problemas. Al iniciarse 2010, los cuatro bancos mayores poseían más de la mitad de los activos del sector financiero. La ley da a los reguladores el derecho a limitar el alcance y la dimensión de las empresas que constituyen una grave amenaza a la estabilidad. El nuevo plan va más allá y es también más radical en cuanto a la mayor carga al capital por negociar activos, establecida en Basilea III.

Al explicar la razón de la reforma, se remarcaron los grandes beneficios que algunos bancos hicieron en los mercados de capital en 2009 mientras se beneficiaban de las garantías gubernamentales. Por ejemplo, el día que se dio a conocer el plan, Goldman Sachs informó resultados mejores a los esperados, gracias en gran medida a las gigantescas ganancias de la banca de inversión.

Aunque se dice que no se quiere volver a la separación entre banca comercial y banca de inversión,<sup>115</sup> la reforma financiera planteada en Estados Unidos recuerda a la ya mencionada Glass Steagall Act, vigente de 1933 a 1999, cuyo principal propósito fue evitar que los bancos hicieran negocios con los ahorros de sus clientes. Dicha ley, promulgada después de la Gran Depresión de 1929, separó a la banca comercial de la de inversión. Ahora se desea poner fin a los cuantiosos beneficios y bonos en algunas de las empresas que afirman que no pueden prestar más a las pequeñas empresas, que no pueden bajar las tasas de las tarjetas de

<sup>115</sup> La separación de la banca comercial y la banca de inversión parece inminente. Instituciones como Goldman Sachs y JP Morgan Chase, grupos de banca universal, tendrán que acatar la nueva regulación y dejar sus operaciones de banca de inversión, pues no podrían seguir manteniendo privilegios especiales como si fueran banqueros. Instituciones que se acogieron a finales del 2008 al TARP no pueden seguir especulando con actividades que no son propias de un banco.

crédito, que no pueden pagar una comisión para reembolsar a los contribuyentes el rescate, sin pasar el costo a sus accionistas o clientes. Esta gran irresponsabilidad, afirmó Obama, hacía ineludible la reforma.

Ya se vio cómo en años recientes muchas empresas financieras pusieron en peligro el dinero de los contribuyentes al operar fondos de inversión de alto riesgo, que hicieron inversiones arriesgadas para obtener ganancias rápidas; todo esto, al mismo tiempo que se beneficiaban de los privilegios financieros reservados a los bancos. El gobierno estadounidense proporciona seguros de depósitos y otras garantías a empresas que operan bancos, porque un sistema bancario estable y confiable promueve el crecimiento sostenido y porque lo sucedido durante la Gran Depresión de 1929 mostró cuán peligrosa es la quiebra de ese sistema. Pero esos privilegios no se crearon para dar a los bancos una ventaja injusta. Cuando los bancos se benefician de la seguridad que los contribuyentes proporcionan, no deben usar ese dinero barato para lograr exorbitantes ganancias. Estas operaciones implican enormes riesgos y ponen en peligro al banco si las cosas van mal. Es inaceptable un sistema en el cual los HF y las empresas de capital de riesgo dentro de los bancos puedan hacer apuestas enormes y riesgosas subsidiadas por los contribuyentes. Tampoco es aceptable un sistema en el cual los accionistas hacen dinero sobre estas operaciones si el banco gana, pero si pierde, los contribuyentes pagan la cuenta.<sup>116</sup>

A pesar del cabildeo de los bancos la reforma fue aprobada, primero por los diputados (diciembre de 2009) y luego por el Senado (mayo de 2010); en éste la votación fue 59-39. Pero ambas Cámaras hicieron varias enmiendas (la de senadores, 60) en su respectiva versión, las cuales tuvieron que ser conciliadas para resolver diferencias y corregir deficiencias y omisiones, arribando a un proyecto final de ley aprobado conjuntamente por las dos Cámaras el 25 de junio. Obama dijo que el acuerdo incluía 90% de lo que él propuso.

<sup>116</sup> <<http://www.whitehouse.gov/blog/2010/01/21/>>, The White House Blog "President Obama: "Never Again Will the American Taxpayer Be Held Hostage by a Bank that is "Too Big to Fail"".

El 21 de julio de 2010, el presidente Barack Obama firmó la Ley de 2010 para restaurar la estabilidad financiera americana,<sup>117</sup> nombre que recibió la reforma financiera, que se esperaba ayudara a crear una base económica sólida para aumentar el empleo, proteger a los consumidores, frenar los excesos y abusos de Wall Street, acabar con las instituciones financieras demasiado grandes para quebrar y evitar otra crisis financiera. Obama señaló que la nueva ley: “Está diseñada para asegurar que todos sigan las mismas reglas, de tal manera que las empresas compitan en precio y calidad, no en trucos y trampas” [Mattingly y O’Connor, 2010: 1].

Aunque continúan en funciones los diferentes reguladores federales que no lograron detener la crisis,<sup>118</sup> establece el Consejo de Vigilancia Financiera<sup>119</sup> para supervisar los riesgos sistémicos a la estabilidad planteados por las instituciones financieras grandes y complejas. El Consejo establecerá nuevas reglas sobre la negociación de derivados y exigirá a los fondos de inversión de alto riesgo y a la mayoría de las empresas de capital de riesgo registrarse para ser regulados por la SEC. El Consejo identificaría a las empresas que amenazarán la estabilidad del sistema financiero, las cuales serían vigiladas muy de cerca. Llegado el caso, accionistas y acreedores cargarían con las pérdidas, no los contribuyentes.

La reforma también pretende frenar los préstamos abusivos, en particular en la industria hipotecaria, y asegurar que las empresas en dificultades, sin importar cuán grandes o complejas sean, puedan ser liquidadas sin ningún costo para los contribuyentes. Se

<sup>117</sup> <<http://www.opencongress.org/bill/111-s3217/text>>.

<sup>118</sup> Únicamente se fusionó la Oficina de Supervisión de los Organismos de Ahorro para el Fomento de la Vivienda (Office of Thrift Supervision) con la Oficina del contralor de la moneda.

<sup>119</sup> Concilia a quienes querían quitarle atribuciones al Fed y a quienes querían darle más. Coordinará las actividades de las diferentes autoridades reguladoras para identificar riesgos, pero su fuerza dependerá de su miembro más fuerte... el Fed. Se aspira a que el Consejo sirva para resolver problemas de coordinación entre las diferentes agencias reguladoras. Lo integrarían el secretario del Tesoro, el presidente del Fed, el contralor de la moneda, el director de la nueva agencia para proteger al usuario de servicios financieros, los directores de la SEC, de la Corporación Federal de Seguros de Depósito y de la Agencia Federal de Financiamiento a la Vivienda y alguien designado por el presidente.



exige a los grandes bancos incrementar sus reservas para futuras pérdidas y evitar así incurrir en riesgos excesivos.

Se establece una agencia de protección al consumidor de servicios financieros, controlada por el Fed, que hará un seguimiento integral, desde préstamos para adquirir una casa hasta tarjetas de crédito.

Se crea un nuevo requisito de reserva, disponiendo que los bancos mantengan suficiente liquidez a mano —o activos muy líquidos— para pagar sus cuentas a 30 días. Esto asegura que los bancos sobrevivan a un congelamiento del crédito y a una pérdida de 15% de sus depósitos. Contra esto, en un estudio sobre 121 quiebras bancarias recientes, la Asociación de Banqueros Americanos mostró que la institución promedio perdió 2.1% de sus depósitos, y sólo una, más de 15% [Appelbaum, 2010a].

En cuanto a los derivados OTC (615 billones de dólares),<sup>120</sup> tendrán que ser negociados en bolsa y una cámara de compensación debe actuar como tercera parte; la sección más polémica entre ambas Cámaras fue precisamente la que restringe la intermediación de derivados de los bancos y limitan sus operaciones para proteger de las actividades más riesgosas los depósitos de los ciudadanos.

Se permite a los bancos seguir adelante con las operaciones con tipos de cambio y de interés que suponen el grueso del mercado de derivados. Los bancos también podrían participar en canjes de oro y plata y derivados diseñados para cubrir sus propios riesgos. Para ello tendrían que separar las actividades de intermediación que se dedican a intercambios agrícolas, energéticos y de metales, de los canjes bursátiles y de los canjes de certificados de deuda no regulados.

Los emisores de tarjetas de crédito tendrán que reducir las comisiones que cobran a los comerciantes que usan sus tarjetas.

En una actitud de descaro, analistas de JP Morgan Chase, antes de aprobarse la reforma, dijeron que los gobiernos estaban amontonando propuestas para gravar y constreñir a la “agobiada indus-

<sup>120</sup> Incluyendo CDS, que empeoraron la crisis financiera y hundieron, entre otras empresas, a la aseguradora AIG que tuvo que ser rescatada con 182 miles de millones de dólares.

tria financiera”. Los bancos claman que la reforma de Obama y las propuestas de Basilea se basan en lo más álgido de la crisis de 2008, e insisten en que el costo de prepararse para situaciones extremas limitará el crédito y el crecimiento económico; encuentran incomprensible aplicar medidas de carácter preventivo para evitar sucesos que consideran poco probables [Clark, Kirchfeld y Logutenkova, 2010]. Pese al largo y arduo proceso que antecedió a la firma de la nueva ley, pasará cuando menos otro año antes de su puesta en vigor. Ello porque falta redactar las reglas precisas para su aplicación, tarea a cargo de los diferentes organismos federales reguladores, que para empezar, han dicho que el cumplimiento de sus nuevas responsabilidades demandará cientos de nuevos empleados y asignaciones presupuestales por varios millones de dólares más. Como la ley tiene más de 1 000 páginas, dar forma a la nueva estructura reguladora será una tarea de gran magnitud y duración; esto abre de nuevo un espacio para el cabildeo de las instituciones financieras.

El escepticismo priva en varios sectores. En general se duda de que la ley altere en lo fundamental la manera de operar de Wall Street, porque como es bien sabido rebasó los límites de la laxa regulación anterior, y es casi seguro que encontrará la forma de adaptarse o de aprovechar los vacíos de la nueva ley.

Aun congresistas que votaron en favor de la ley piensan que ésta restringirá el crédito, sobre todo a los pequeños negocios, además de que ninguna reforma de los mercados financieros evitará una inestabilidad financiera en el futuro. Esto, entre otras cosas, porque una reforma del sistema financiero no aminora y mucho menos resuelve otros problemas relevantes que tienen efectos sobre el sector financiero: el de los desequilibrios globales entre países superavitarios, como China y Alemania, y deficitarios, como Estados Unidos. La crisis de deudas soberanas en Europa (Grecia, Irlanda) plantea un nuevo desafío.

Otra cuestión que debe mencionarse acerca de la nueva ley de Estados Unidos, es que los demás países importantes tendrían que adoptar medidas similares; de no ser así, los bancos de esa nación estarían en desventaja frente a sus contrapartes extranjeros pues los empleos y el capital se irían al exterior, donde el riesgo segui-

ría presente. Al respecto, Volcker explicó que cuando mucho 20 bancos, concentrados en Estados Unidos, Reino Unido, Suiza y Alemania, realizan las actividades en que se enfoca la reforma.

El llamado sistema bancario sombra, que tanto contribuyó a la crisis, debe también sujetarse a normas radicales sobre capitalización y liquidez. Paul Tucker, vicegobernador del Banco de Inglaterra, destacó el hecho de que cualquier institución que invierte en activos a muy largo plazo y muy riesgosos, tiene las características que la acercan a un banco y es vulnerable a un retiro masivo de depósitos; esto incluye: fondos del mercado monetario, empresas financieras, vehículos de inversión estructurada y negociadoras en valores (como Lehman). Tucker hizo notar que los fondos del mercado monetario eran tan grandes como las transacciones con depósitos de todos los bancos de Estados Unidos. El gobierno estadounidense no puede prometer hacer más seguros los bancos, si permite que sigan en el mercado las numerosas instituciones sombra.

En suma, la reforma financiera estadounidense consiste básicamente en: *a)* crear la figura de un defensor independiente para los consumidores; *b)* acabar con las instituciones demasiado grandes para quebrar, que a su vez implica idear una forma segura de liquidar a las empresas financieras en quiebra; *c)* establecer un sistema avanzado de alerta, concretamente, un consejo que identifique y enfrente los riesgos planteados por las LCFI, sus productos y actividades, antes de que amenacen la estabilidad económica; *d)* eliminar vacíos legales para impedir prácticas arriesgadas y abusivas, sobre todo en los derivados OTC, valores respaldados con activos, *hedge funds* y corredores o intermediarios (*brokers*) hipotecarios; *e)* establecer una supervisión bancaria federal clara y responsable;<sup>121</sup> *f)* revisar las compensaciones de los ejecutivos y la gobernanza corporativa;<sup>122</sup> *g)* establecer reglas rígidas para lograr la transpa-

<sup>121</sup> De acuerdo con esto, el Fed vigilará a las LCFI cuyos activos sean de 50 mmd o más, y a otras empresas financieras sistémicamente importantes; la institución tendrá así oportunidad de aplicar toda su experiencia en mercados de capital. Sus nuevas responsabilidades implican mayor transparencia y grandes esfuerzos para eliminar conflictos de intereses.

<sup>122</sup> Wall Street instauró un sistema fuera de control, con bonos increíblemente cuantiosos para recompensar a los ejecutivos por las ganancias a corto plazo y

rencia y responsabilidad de las agencias calificadoras de crédito, en beneficio de inversionistas y empresas; h) fortalecer la vigilancia y dar poder a los reguladores para que de manera enérgica persigan el fraude financiero, los conflictos de intereses y la manipulación del sistema que favorece a ciertos sectores a costa de las familias y empresas estadounidenses.

En el ambiente subsisten interrogantes: ¿realmente las LCFI ya no tendrían el implícito respaldo gubernamental y se dejaría que quebraran? Por otra parte, ¿cómo definir la separación entre las actividades legítimas de los bancos y aquellas que “no guardan relación con servir a sus clientes”?

El presidente Obama propuso también medidas no relacionadas con la supervisión o regulación (2 de febrero de 2010), como destinar 30 mmd a los bancos locales para que pudieran ofrecer a las pequeñas empresas los créditos que necesitaban con urgencia. Los fondos provendrían del dinero pagado por los bancos e instituciones financieras que recibieron asistencia del gobierno como parte del paquete del TARP. El senador republicano Jud Gregg indicó que por ley los fondos del TARP recuperados deben usarse para reducir el masivo déficit presupuestal, que se calcula llegará en 2010 a 1.6 billones de dólares.

Otras propuestas del presidente estadounidense fueron: 1) un nuevo crédito fiscal para pequeñas empresas que contraten nuevos trabajadores o aumenten los salarios; 2) eliminación de los impuestos sobre las ganancias de capital en las inversiones en pequeñas empresas, e incentivos fiscales a empresas grandes y pequeñas para que inviertan en nuevas plantas.

*d) ¿Reformar el FMI o sustituirlo?*

En noviembre de 2008, el G-20 asignó al FMI un papel central para responder a la crisis y para reformar las finanzas globales. Pero al mismo tiempo reconoció la necesidad de que ese organismo fuera objeto de una auténtica reforma.

---

no por la seguridad y salud a largo plazo de sus empresas. Esto alentó a los ejecutivos a tomar grandes riesgos con un excesivo apalancamiento, lo que provocó inestabilidad en sus empresas y en la economía en su conjunto.

Raghuram Rajan, profesor de finanzas de la Universidad de Chicago y ex consejero económico del FMI, ejemplificó la falta de imparcialidad de este organismo con su asesoría sobre las ventas en corto.<sup>123</sup> En 2007 el FMI recomendó a las autoridades de la India permitir la venta en corto a todos los inversionistas institucionales, pero no dijo nada cuando Estados Unidos prohibió esa práctica después de la quiebra de Lehman Brothers, lo que según algunos exacerbó la caída de los precios bursátiles [FMI, 2008d: 176-177].

El propio FMI [2009e] señala que se ignoraron o subestimaron las dimensiones de los complejos instrumentos financieros y del apalancamiento. Los riesgos sistémicos derivados de los vínculos entre los mercados financieros, su propagación por las fronteras nacionales, la fuerte retroalimentación entre el sector financiero y la economía real, los desequilibrios globales sin precedente, la falta de alineación monetaria y la gran cuantía de las reservas monetarias internacionales, crearon una situación insostenible que no se atendió. Sorprenden tales aseveraciones del FMI, ya que uno de sus principales mandatos es promover la cooperación multilateral para restablecer y salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera mundial; concretamente, la supervisión internacional forma parte del acuerdo original de Bretton Woods.<sup>124</sup>

Evidentemente, las instituciones internacionales en general y el FMI en particular, no hicieron nada para evitar la crisis y fueron lentas para idear y aplicar algunas respuestas. Es más, medidas im-

<sup>123</sup> La posición corta, vendedora o roja (*short position*) es una posición vendedora a futuro, esto es una situación en la cual el agente tiene déficit de títulos en su cartera, pues ha vendido títulos que no tiene. La posición larga, compradora o negra (*long position*) es una situación en la cual el agente tiene superávit de títulos en su cartera, pues ha comprado títulos; es una posición compradora a futuro.

<sup>124</sup> El director gerente del FMI, Strauss Kahn, prefiere ignorar esto y limitarse a citar como causas de la crisis las fallas en la regulación y supervisión en los países avanzados, en el manejo del riesgo en las instituciones financieras privadas y en los mecanismos de disciplina del mercado [FMI, 2008e: 151]. En el mismo sentido, el Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI señaló que las circunstancias rebasaron a las autoridades, que no supieron prever ni reaccionar. Ahora reconoce que la profundidad y el carácter sistémico de la crisis exigen un estado excepcional de vigilancia, coordinación y disposición a tomar medidas enérgicas.

pulsadas por esas instituciones contribuyeron a la crisis y facilitaron el contagio.

No se entiende entonces cómo el G-20 asignó un importante papel al FMI en la reforma de la arquitectura financiera internacional. Conforme a lo acordado por el G-20, el FMI trabaja junto con el CEF, que sustituyó al Foro de Estabilidad Financiera, el Banco Mundial y el Comité de Basilea sobre supervisión bancaria; el FMI y el CEF darán lineamientos a las autoridades nacionales para evaluar si una institución, mercado o instrumento financiero es sistémicamente importante, enfocándose en lo que hacen realmente las instituciones, no en su forma legal. Para fortalecer la adhesión a normas internacionales de prudencia, reguladoras y supervisoras, el FMI y el CEF, en cooperación con quienes establecen las normas internacionales, evaluarán su aplicación en jurisdicciones importantes, utilizando, cuando existan, los Programas de Evaluación de la Estabilidad Financiera del propio FMI.

Ante el evidente fracaso del actual sistema, el FMI hace obvias sugerencias, como la de que todos los intermediarios financieros deben observar normas mínimas de protección de los consumidores para limitar la toma excesiva de riesgos y el arbitraje regulatorio. El tratamiento contable de los productos estructurados y las deficiencias de los modelos de valuación hicieron que la crisis fuera más profunda y prolongada. Hay que formular normas de prudencia para los productos estructurados y procurar la convergencia internacional de las normas contables y de regulación, así como de los requisitos de divulgación de información de los bancos, sobre todo de las instituciones que operan de forma internacional. También sostiene que deben reforzarse las normas de declaración de activos fuera de balance y de vehículos de inversión estructurada y tomarse medidas para mejorar el proceso de descubrimiento de precios y la liquidez de instrumentos titulizados de difícil valoración; por ejemplo, mayor estandarización y creación de un registro centralizado [FMI, 2008f].

El FMI [2009a] subraya que los actuales requisitos de capital deben ajustarse para reducir su efecto procíclico, lo que significaría acumular capital en los buenos tiempos, cuando el crédito está creciendo más rápidamente que el PIB y la relación crédito/PIB ya

es alta; el capital extra serviría como amortiguador en las desaceleraciones. Los reguladores, BC e inversionistas deben disponer de información sobre prácticamente todos los aspectos, siendo más rigurosos con las instituciones financieras reguladas de manera laxa, con las transacciones fuera de las hojas de balance y con los mercados de derivados OTC, y con las metodologías usadas por las agencias calificadoras. Estas ideas del FMI dan por descontado que seguirán las prácticas que precisamente desencadenaron la crisis, sólo que supervisadas “con más rigor”.

Al término de la reunión del G-20 en Washington, Strauss-Kahn apuntó que el FMI contribuiría a la mejor comprensión de las relaciones entre la economía real y los mercados financieros; algo en lo que el FMI también ha fallado rotundamente.

Ante las críticas, Stanley Fischer, ex funcionario del FMI, hizo ver la dificultad de que el organismo funcionara adecuadamente en un mundo en que los mercados financieros son una fuente de financiamiento muchísimo más importante que cuando se creó la institución y en que a los gobiernos no les preocupa lo que conviene al sistema internacional en su conjunto [FMI, 2008g: 176].

El FMI ha declarado que en lo sucesivo sus prioridades para la supervisión de la economía mundial y de las economías nacionales serán: *a)* disipar las tensiones en los mercados financieros; *b)* fortalecer el sistema financiero mundial; *c)* adaptarse a las fuertes variaciones de los precios de las materias primas y, algo muy importante, *d)* fomentar la reducción ordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a sus prioridades operativas, éstas serán: *a)* evaluación de riesgos, perfeccionando los instrumentos para transmitir señales de alerta anticipada a los países miembros; *b)* supervisión del sector financiero y los vínculos de éste con la economía real; *c)* supervisión bilateral, analizando las repercusiones en la economía mundial de las medidas adoptadas internamente; *d)* análisis de los tipos de cambio y los riesgos para la estabilidad externa, en el marco del fortalecimiento de los análisis de la estabilidad externa [FMI, 2009e].

El propio Fondo reconoce que su función crediticia se basa en un modelo caduco y que carece de los instrumentos necesarios en

un mundo caracterizado por abundantes y continuos flujos de capital transfronterizos [FMI, 2008f]. Por ello, pretende crear un instrumento de prevención de crisis,<sup>125</sup> revisar los límites de acceso y las condiciones de financiamiento para el uso de sus recursos; re-examinar la condicionalidad y evaluar instrumentos de préstamo para los países de bajo ingreso, a la luz de la necesidad de relanzar la actividad económica en el mundo desarrollado y de aminorar los efectos de la crisis en los países emergentes, sobre todo en los subdesarrollados.

El FMI espera que el Servicio de Lucha contra la Pobreza (SLCP) ayude a las autoridades de los países subdesarrollados a amortiguar el efecto de la crisis, a enfrentar las fugas de capital y a reforzar la confianza. El nivel máximo de desembolso de los recursos del FMI equivale a 500% de la cuota, con vencimiento a tres meses. Los países pueden efectuar como máximo tres giros durante cualquier periodo de 12 meses [FMI, 2008f].

Al empezar la crisis, el FMI tenía una liquidez históricamente alta pero esto fue cambiando conforme se aprobaron más créditos mediante los servicios tradicionales y el SLCP, aun con el incremento de sus recursos conforme a lo acordado en el G-20. Se han duplicado los límites de acceso para los préstamos concesionarios a países de bajo ingreso. Con la nueva línea de crédito flexible y las reformas a su condicionalidad, el FMI se propone contrarrestar la caída en la entrada de capital del exterior a bancos y empresas. México fue el primer país en recurrir a este nuevo servicio del FMI.

Los análisis anuales de vulnerabilidad que realiza el FMI (los programas de evaluación de la estabilidad financiera) van a abarcar también a los países avanzados. De hecho ya se ha aplicado uno en Estados Unidos.

El FMI está procurando expandir y flexibilizar los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos mediante negociaciones con los países miembros que participan en los mismos y otros participantes potenciales. A mediados de 2009 se esperaba que el FMI realizara la primera emisión de pagarés en favor de los países miem-

<sup>125</sup> Algo que supuestamente iba a hacer una década antes [véase Chapoy y Manrique, 2000].



bros, o sus BC, con lo cual también se reforzará la capacidad de la institución para dar asistencia financiera oportuna y efectiva a sus miembros [FMI, 2009a].

El Mecanismo de financiamiento de emergencia<sup>126</sup> del FMI se creó en 1995 y se había utilizado sólo cinco veces: durante la crisis asiática (1997) en Filipinas, Tailandia, Indonesia y Corea, y en 2001 en Turquía; pero durante esta crisis, hasta 2009 se había usado en siete países: Armenia, Georgia, Hungría, Islandia, Letonia, Paquistán y Ucrania. El futuro de las instituciones financieras internacionales dependerá de su eficacia para proteger a los países de la periferia de la tormenta surgida en el centro.

*e) Reflexiones sobre la supuesta reforma  
de la arquitectura financiera global*

Aun habiendo sido suscrita Basilea III, hay una gran incertidumbre en torno a su aplicación, además de que los tiempos previstos para la misma son muy amplios.

Siendo así, no es de extrañar el escepticismo (¿o realismo?) acerca de los resultados de la reforma; por ejemplo Dooley [2010: 34] afirma que las instituciones financieras van a cumplir, pues no harán lo que se les prohíba... pero buscarán la forma de darle la vuelta a la nueva regulación para seguir incrementando sus ganancias y el apalancamiento, haciendo que el sistema se vuelva otra vez más y más vulnerable. En su opinión, hay que crear un contrapeso: personas bien entrenadas y motivadas que vean lo que los bancos están haciendo y les digan que dejen de hacerlo. Este autor señala también que si una actividad o un activo crece rápidamente en la hoja de balance de instituciones reguladas, debe darse por hecho que se trata de algo deshonesto.

Es innegable que los auges y las caídas brutales de la actividad económica son inherentes a un sistema económico basado en el mercado; recuérdese a Kindleberger [1991], quien hablaba de lo usuales que son las manías, los pánicos y los desplomes. Éstos “[...] se

<sup>126</sup> Permite la aprobación rápida de préstamos a los países miembros, pues con este mecanismo el Directorio Ejecutivo actúa con más celeridad que con un programa de préstamo convencional.

presentan cada cinco o 10 años; 93 países experimentaron 117 rupturas sistémicas y 51 menores de sus sistemas financieros, en los 25 años que precedieron a la más reciente crisis financiera global; esto es, ¡seis al año!” [Caruana, 2010: 1].

Precisamente para que esos fenómenos sean menos frecuentes y costosos, los mercados necesitan reglas, limitaciones y un cuidadoso seguimiento que permita detectar los riesgos individuales, más aún los riesgos que amenazan a todo el sistema. Lo que sucede es que resulta impopular aplicar medidas de carácter preventivo para evitar sucesos que por el momento no parecen probables.

Como se ha visto, las discusiones sobre la reforma reguladora se centran en más y mejor capitalización, mejoras en cuanto a liquidez y reservas, mayor transparencia de los productos financieros, sólida infraestructura para la negociación de derivados, todo ello sin dañar la eficiencia y creatividad.<sup>127</sup> También se ha hablado de la necesidad de coherencia transfronteriza en cuanto a prácticas reguladoras y contables y de que los tipos de cambio cumplan su función de facilitar el ajuste; habría que incluir también la regulación fiscal y los controles al capital.

La comunidad internacional exige una reforma de las instituciones y acuerdos mundiales que aseguren un rápido regreso al crecimiento sólido y sostenido. Incluso la ONU [2009a] reconoce que los productos tóxicos, la falta de regulación y las prácticas institucionales deficientes se exportaron a muchos países como ejemplos a seguir. En efecto, los actuales acuerdos e instituciones y las políticas de muchos gobiernos nacionales se basaron en el decálogo del Consenso de Washington, en el neoliberalismo, en el fundamentalismo de mercado, etcétera.

En el caso concreto de Estados Unidos, Henry Kaufman, economista de Wall Street, culpa directamente al Fed y a otras autoridades supervisoras de no cumplir con su responsabilidad, con lo que se abrió la puerta a la crisis mundial.

<sup>127</sup> Por ejemplo, en Davos (enero de 2010) se hizo un llamado para que la regulación no ahogara “la innovación y el espíritu empresarial”, e incluso se insistió en la conveniencia de que el sector financiero se autorregule, pero “moderando” las retribuciones a sus ejecutivos.

Recuérdese que en Estados Unidos la supervisión y la regulación se tornaron laxas desde los años ochenta hasta casi desaparecer;<sup>128</sup> de esta manera, se pasó de un sistema financiero muy controlado, organizado localmente y centrado en la banca comercial (recepción de depósitos, concesión de préstamos) a uno desregulado, global y centrado en la banca de inversión (corretaje,<sup>129</sup> suscripción de valores y otros). Antes, los bancos cumplían ciertos requisitos al decidir en cuáles activos colocar el dinero de los depositantes, y hasta cierto punto esto era supervisado por el BC [Schinassi, 2006]. Según estudios del FMI, en 2006 sólo 36% de las nuevas hipotecas en Estados Unidos, cubrían los requisitos que exigían las instituciones respaldadas por el gobierno. El fragmentado sistema de supervisión financiera estadounidense<sup>130</sup> impidió controlar su mercado de hipotecas *subprime*.

El colapso de las instituciones que tuvieron que ser rescatadas, se debió en buena medida a que se redujeron al mínimo la supervisión y la regulación prudenciales, lo que permitió prácticas irresponsables de los prestamistas hipotecarios y condujo a la burbuja de la vivienda.

Los rescates aumentaron las dudas acerca de la conveniencia de mantener al BC fuera de casi todos los aspectos de la supervisión, como sucede en el Reino Unido.<sup>131</sup> Blinder [2006] presenta argumentos sólidos para incluir a los BC en la supervisión bancaria.

<sup>128</sup> Los resultados de esto pueden ejemplificarse con los casos de Fannie Mae y Freddie Mac; la Oficina Federal de Supervisión de las Empresas de Vivienda (Office of Federal Housing Enterprises Oversight), debería haber evaluado la solidez de ellas; la seguridad de que el gobierno las respaldaría permitió que esas instituciones se expandieran con base en transacciones financieras que no deberían haber realizado.

<sup>129</sup> Operaciones de intermediación de valores y títulos de crédito.

<sup>130</sup> En Estados Unidos hay 50 diferentes agencias reguladoras bancarias en los estados y cuatro federales: Office of Thrift Supervision; el Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, la Oficina del Controlador de la moneda y la FDIC.

<sup>131</sup> La reforma de 1997 por la cual el Banco de Inglaterra adquirió autonomía, le dio el mandato de mantener la estabilidad financiera (determinar las tasas de interés), pero lo privó de sus poderes supervisores, los que fueron transferidos a la Autoridad de Servicios Financieros (Financial Services Authority).

En el ámbito internacional, las reglas de Basilea I, anteriores al auge de la conversión de activos en valores (la famosa “titulización”), estimularon la aparición de entidades fuera de las hojas de balance, como las *conduits* o los SIV; y las normas de Basilea II no fueron mucho mejores, pues tendrían que haber “...incluido reglas acerca de los grados permisibles de apalancamiento, pruebas de tensión de los nuevos mercados y buen gobierno corporativo que reflejara las especiales responsabilidades fiduciarias de las instituciones financieras” [Guttmann, 2008a: 20].

Los supervisores se preocupan por el capital de los bancos, para asegurar que tengan suficientes recursos con los cuales cubrir las pérdidas por falta de cumplimiento en el pago de sus préstamos. Pero no bastan las normas de adecuación del capital; en esta crisis, el problema ha sido tanto la insolvencia como la falta de liquidez.

Se esperaba que Basilea II<sup>132</sup> contribuyera a desarrollar una cultura para el manejo del riesgo, ya que hizo del fortalecimiento de la supervisión uno de sus tres principales pilares; los otros son: requisitos mínimos de capital y fortalecimiento de la disciplina de mercado. Pero las normas de capital mínimo de Basilea II (2004) alentaron a los bancos a seguir incrementando sus ingresos por comisiones y honorarios al trasladar el préstamo a filiales no relacionadas y fuera de sus balances contables [Kregel, 2008: 11]. Ante lo sucedido, el Comité de Basilea creó Basilea III.

Soros [2009b] es de la opinión de reducir al mínimo las nuevas regulaciones, lo cual parecería coincidir con las posiciones de quienes defienden el actual sistema. Sin embargo, añade que

<sup>132</sup> Basilea II modificó el Acuerdo de Capital de 1988 (Basilea I), y los Principios para la Efectiva Supervisión Bancaria (1997) y permitió a los bancos determinar sus propios niveles mínimos de capitalización, utilizando métodos avanzados y sofisticados para la medición de los riesgos. Por desgracia, lo acaecido a partir de agosto de 2007 está fuera de la gama de escenarios que contemplaban sus modelos de evaluación de riesgos. Esos modelos proyectan resultados mensurables, y por ende suponen que siempre hay alguien dispuesto a comprar a algún precio cuando alguien quiere vender; asimismo, esos modelos consideran que siempre es posible transferir el riesgo, suponiendo que el precio es correcto. Pero ya se vio que llegó el momento en que no se pudo determinar el precio de los valores, punto en el cual ya no hubo mercado para ellos; al ya no poder transferir los riesgos, se colapsó la confianza en el mercado.

las nuevas regulaciones deben basarse en tres principios, que en verdad son coherentes con el objetivo de dar una nueva orientación al sistema financiero: *a)* las autoridades deben impedir que las burbujas de activos crezcan demasiado;<sup>133</sup> *b)* para controlar esas burbujas hay que controlar no sólo la masa monetaria, sino también la disponibilidad de crédito; *c)* para ponderar riesgos se deben considerar otras relaciones, no sólo la adecuación del capital.

En el mismo sentido se pronuncian Acharya y Schnabl [2008] al afirmar que para tener un sistema de “alerta temprana”, los reguladores deben considerar también las relaciones préstamos/depósitos, depósitos asegurados/activos, tenencias de bonos del Tesoro líquidos y bonos gubernamentales de la OCDE/activos, etcétera.

Soros sugiere también regresar a los tiempos en que los BC ordenaban a los bancos comerciales reducir sus préstamos a los sectores económicos que se consideraban sobrecalentados; en ese entonces no había crisis financieras. Las autoridades chinas fijan depósitos mínimos que los bancos deben mantener en el BC. Dada la implícita garantía estatal, los bancos deben recurrir menos al apalancamiento y aceptar restricciones de sus inversiones con el dinero de los depositantes [Soros, 2009a].

Los defensores del actual sistema financiero internacional, beneficiarios de que la comunidad internacional comparta los costos pero no los beneficios de dicho sistema, impiden los cambios necesarios, pues aunque reconocen que el sistema desregulado es proclive a crisis destructivas, sostienen que uno muy regulado condenaría a la economía a crecer lentamente.

Ya se vio que Basilea III incluye requisitos de capital significativamente más altos para las exposiciones de los bancos y mayores requisitos de capital para ciertas titulizaciones. Estas medidas incrementan de manera importante el capital requerido para protegerse frente al riesgo de mercado. Se incluyen también medidas tendientes a mejorar la calidad y transparencia del capital de los bancos e introduce normas globales mínimas para la liquidez. Por-

<sup>133</sup> Algunos alegarán, Greenspan lo hizo en su momento, que es imposible definir qué es “demasiado”; sin embargo, como dice Meyer [2004], es evidente que si el precio de algún activo se desvía en proporciones mayúsculas de su tendencia histórica, se está formando una burbuja.

tugal [2010: 7] afirma: “Una cosa es clara. No podemos regresar al sistema financiero de ayer. Debemos [...] establecer un sistema financiero donde las macro y micro regulaciones se complementen y ayuden a reducir los riesgos sistémicos.” Sin embargo, tal aseveración vino después de la consabida petición de no imponer “[...] una excesiva regulación que desaliente la innovación y los beneficios de un sistema financiero globalmente integrado [...]”.

Por otra parte, la gran cantidad de recursos necesarios para influir en los mercados globales en tiempos de crisis y la falta de voluntad política han impedido crear un verdadero prestamista internacional de última instancia. El FMI ha pretendido tomar ese papel, pero no cuenta con los recursos necesarios. No se cuenta ni con los rudimentos de un BC mundial, sólo organismos que pretenden “regular” algunas actividades financieras: FMI, Banco de Pagos Internacionales (BPI), CEF, Banco Mundial (BM), Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS); IASB y otros.<sup>134</sup>

De allí la conveniencia de crear una entidad internacional financiera cuya naturaleza y misión sean distintas a las del FMI y el Banco Mundial, a la cual pueda exigírsele transparencia y responsabilidad para estimular el crecimiento económico mundial, bajo una supervisión en la que participen tanto los países desarrollados como los emergentes y los llamados en vías de desarrollo. Incluso Benedicto XVI [2009: 33] se pronuncia al respecto: “Ante el imparable aumento de la interdependencia mundial, y también en presencia de una recesión de alcance global, se siente mucho la urgencia de la reforma tanto de la *Organización de las Naciones Unidas* como de la *arquitectura económica y financiera internacional*.”<sup>135</sup>

Varios autores, entre ellos Guttman [2008b], afirman que la naturaleza globalizada de las finanzas exige un organismo regulador coordinado de manera internacional. George Soros [2008] pugna porque se implemente un regulador internacional de las

<sup>134</sup> Aunque algunos de estos organismos incluyen entre sus miembros a países emergentes, son manejados por los industrializados.

<sup>135</sup> Cursivas en el original.

finanzas globales, reiterando la incongruencia que hay entre los mercados de capital sin fronteras y la supervisión y regulación nacionales. Los supervisores financieros están sujetos a fronteras nacionales, no así los grupos financieros que se han internacionalizado.

En cambio Acharya, Wachtel y Walter [2008] consideran poco factible el establecimiento de un organismo internacional regulador del sector financiero, pues los países no aceptarían renunciar a su soberanía. Afirman que tal centralización no es necesaria; bastaría con que los reguladores nacionales se pusieran de acuerdo en una serie de principios básicos para reducir así al mínimo el arbitraje regulador<sup>136</sup> entre jurisdicciones, aunque la aplicación de los principios en cada país variara en alguna medida.

Soros [2009d] se pronuncia por una nueva conferencia de Bretton Woods que establezca nuevas normas internacionales, dando especial atención a las LCFI y a los controles al capital. También se suma a quienes insisten en una profunda reforma del FMI; éste ha empezado a dar más voz a los países emergentes y a los subdesarrollados, pero también urge revisar su funcionamiento.

Al participar en la reunión anual de la Asociación Económica Americana (AEA), Joseph Stiglitz<sup>137</sup> atinadamente calificó de demasiado blandas las propuestas de reforma regulatoria; siendo así, no tendrían efecto alguno.

En el futuro, el G-20 tendrá un papel clave en las estrategias de salida de los estímulos, y más adelante, en diseñar medidas para enfrentar los grandes retos de la economía global; ello incluirá las nuevas reglas financieras globales, el fomento de la coordinación internacional en cuanto a regulaciones nacionales, reavivar el comercio global y completar la ronda de Doha, adaptar al FMI y al BM a las nuevas relaciones de poder, a más de ver la forma de que los países resuelvan sus problemas de deuda soberana.

<sup>136</sup> La falta de coordinación entre los reguladores da lugar al arbitraje regulador entre las jurisdicciones nacionales, esto es si en una jurisdicción las instituciones son reguladas de manera más estricta, los servicios de intermediación financiera se cambian a jurisdicciones menos reguladas. Pero por estar interconectadas, esas instituciones exponen a todas las jurisdicciones por el riesgo que toman.

<sup>137</sup> <[http://www.vanderbilt.edu/AEA/Annual\\_Meeting/index.htm](http://www.vanderbilt.edu/AEA/Annual_Meeting/index.htm)>.

## CONSIDERACIONES FINALES

En décadas, la economía mundial no había estado inmersa en un escenario en el cual una crisis financiera y una severa recesión económica se intensificaron, se propagaron con rapidez y se re-actualizaron. A lo anterior, en 2010 se sumaron los problemas de tipos de cambio y los de deuda soberana.

Para que no se vuelva a presentar una situación como la que desató esta crisis: liquidez abundante, expansión crediticia, excesivo apalancamiento, ineficiente asignación de capital, burbujas en el precio de los activos y contagio transfronterizo del riesgo, debe imponerse una regulación financiera coordinada internacional, que aplique estrictos límites al apalancamiento y verifique la transparencia de los nuevos productos y entidades financieras.

Gobiernos, autoridades reguladoras y supervisoras, BC e instituciones financieras privadas deben analizar los factores determinantes de esta crisis y las características y consecuencias del riesgo financiero sistémico, para –mediante sistemas de alerta y acciones coordinadas y contundentes– disminuir la frecuencia y severidad de crisis futuras.

Dada la magnitud del desastre financiero, es inevitable un proceso de reestructuración que limite los riesgos sistémicos en el futuro. La actual crisis reveló profundas fallas estructurales en el sistema financiero desregulado. Tras la caída del sistema de tipos de cambio fijos a principios de los años setenta del siglo pasado, en la década de los ochenta Reagan y Thatcher impulsaron en el mundo la doctrina del libre mercado para hacer viables por doquier la privatización y la desregulación. El FMI apoyó abiertamente esos procesos; las consecuencias de ello se están sufriendo ahora de manera más dramática que en crisis anteriores.

Ya se ha dicho que los más acérrimos defensores de la liberalización insisten en que la explosión de productos derivados y estructurados ha permitido una mejor asignación de los recursos financieros y fortalecido el sistema financiero global mediante una mejor distribución del riesgo. Al afirmar esto pasan por alto los acontecimientos que desataron la crisis.



Si se acepta la interconectividad de la economía mundial, se necesita una institución idónea para regularla. Para ser efectivas, las regulaciones y provisiones nacionales deben coordinarse en el nivel internacional, para así evaluar correctamente los riesgos sistémicos asociados con transacciones e instituciones transfronterizas. Deben eliminarse obstáculos políticos y legales que impidan regular a las instituciones transfronterizas. En los meses que precedieron a la irrupción de la crisis los sedicentes supervisores no tuvieron la información ni la capacidad suficientes como para frenar la proliferación de títulos sobrevaluados. La falta de transparencia y la complejidad de la gran variedad de productos de crédito estructurado ocultaron su ubicación, monto y grado de apalancamiento. Los sectores beneficiados con el actual sistema se niegan a aceptar un mayor rigor.

La situación financiera global ha dado lugar a intervenciones gubernamentales de alcance y magnitud sin precedente. Además de utilizar fondos públicos para rescatar a instituciones financieras demasiado importantes como para permitir que quebraran, las autoridades de los países ricos han inyectado liquidez al sistema, garantizado depósitos bancarios y tratado de apoyar a los mercados crediticios clave; todo ello, a cargo de los contribuyentes.

No obstante, al iniciarse el segundo semestre de 2009 apenas había atisbos de que la crisis empezaba a tocar fondo. Con el saneamiento de los grandes bancos sólo a la mitad [FMI, 2009n], con las nuevas normas financieras que empezarán a aplicarse en unos años, todo indica que los bancos en el futuro inmediato ahorrarán capital y prestarán menos. Mientras se mantenga la contracción crediticia los bancos difícilmente invertirán en actividades poco redituables.

La creciente importancia del sector financiero en la economía acentúa las repercusiones de la inestabilidad financiera en la economía real. A pesar de ello, no se observan esfuerzos serios para regular al capital de manera supranacional y multilateral.

Por otra parte, cada vez se confía menos en el dólar pero no hay otra moneda que pueda ocupar su lugar; esto apoya la propuesta de introducir una moneda ajena a cualquier país; sin embargo, autores como Soros [2009d] se limitan a sugerir que se aumente el

número de divisas en la canasta del DEG, incluyendo al yuan, para así presionar a China a abandonar su tipo de cambio subvaluado, lo que contribuiría a reducir los desequilibrios globales.

La severidad de la crisis exige respuestas coordinadas en el ámbito mundial, tanto monetarias como fiscales, y sobre todo regulatorias para evitar comportamientos riesgosos de banqueros y accionistas. Además, deben tomarse medidas serias para no caer en el proteccionismo.

Como se ha visto, la reforma regulatoria requiere aún muchas negociaciones internacionales, en especial respecto al sector bancario sombra y la regulación macroprudencial. Sin embargo, debe impedirse a toda costa que el cabildeo bloquee los intentos de hacer el sistema financiero más seguro.

Hay una gran incertidumbre y escepticismo en torno al éxito de Basilea III, pues “desde los primeros días del capitalismo, los especialistas en hacer dinero han demostrado su creatividad para evadir a los reguladores” [Goodman, 2010: 1]. Shachmurove [2010: 7] opina: “La historia de las crisis financieras enseña que las reformas y las nuevas regulaciones no pueden evitar futuras crisis financieras.”

#### *¿Realmente puede hablarse de recuperación?*

Al casi cesar el desalancamiento y las quiebras, las nacionalizaciones parciales o totales, las fusiones y las compras de grandes empresas por sus competidoras en mejor posición; el cierre de fábricas, los despidos y la menor demanda, pareció iniciarse la recuperación, que ha sido lenta y difícil dada la profundidad de la recesión. Mejoraron las bolsas, los precios de las materias primas y el crédito, pero la economía real lo hizo en mucha menor medida.

A partir de marzo de 2009 empezaron a recuperarse los mercados bursátiles y a estabilizarse la inversión y la confianza del consumidor; para septiembre, la economía mundial había dejado de contraerse y parecía empezar un “rebote” [Banco Mundial, 2009a].

En junio de 2009 la OCDE [2009c] señaló que la mayor recesión económica de los últimos 60 años estaba tocando fondo, pero se sumó a quienes afirmaban que la recuperación sería frágil y débil,

sobre todo en los mercados financiero y laboral; en éste, todo indica que el desempleo proseguirá al menos dos años más. Por otra parte, se esperaba que en algún momento el consumo e inversión privados reemplazaran el impulso que recibió la economía mundial por los planes de estímulo gubernamentales. Por ejemplo, en Estados Unidos el gasto de los consumidores fue débil en septiembre y principios de octubre, con un ritmo de ventas más lento tras haber concluido el programa gubernamental de “dinero por autos viejos” [Fed, 2009].

Junio de 2009 fue el primer mes en dos años en que la OCDE revisó sus proyecciones al alza (especialmente para los países emergentes y Estados Unidos), pero las perspectivas para la eurozona empeoraron y Japón seguía igual; el crecimiento podría ser menor al esperado si particulares y empresas continuaban incrementando su ahorro para pagar sus deudas.

La recuperación económica sostenida será posible cuando se restaure el funcionamiento de los mercados de crédito. Las medidas aplicadas apenas empiezan a acabar con la incertidumbre; en los países avanzados y en los emergentes se había frenado un poco la caída en el valor de los activos, por lo que empezó a detenerse la disminución de la riqueza de los particulares y por ende, de la demanda de los consumidores.

A poco de iniciado el segundo semestre de 2009, las discusiones se centraron sobre la forma que tendría la recuperación: de *V* (rápido retorno al crecimiento potencial); de *U* (crecimiento lento y débil) o de *W* (una doble caída). En algún momento llegó a plantearse la posibilidad de una forma de *L* (largo periodo de recesión).

Una cuestión crucial es la estrategia para salir de la política monetaria y fiscal laxa por la cual Estados Unidos, la eurozona, el Reino Unido y Japón han acumulado grandes déficit presupuestales y una deuda pública insostenibles [Roubini, 2009b].

La recuperación, que está siendo liderada por China, India y Brasil, refleja los estímulos aplicados por la mayoría de los países del G-20. En Latinoamérica y el Caribe (LAC) los países con mayores relaciones con China se están recuperando más rápidamente. La caída del crecimiento fue más acentuada en países con

mayor apertura comercial, que exportan en su mayoría manufacturas a países industriales y cuyos sistemas financieros son frágiles. La política macrofinanciera que LAC aplicó en los años anteriores a la crisis aumentó la capacidad de la región para absorber conmociones y aplicar políticas monetarias anticíclicas. Sin embargo, el crecimiento futuro de esa región dependerá no sólo de sus políticas internas sino de la solidez de la recuperación mundial, la cual es incierta por la posibilidad de una reversión desordenada de las medidas de estímulo, por una lenta expansión del comercio mundial en un contexto de corrección de los desequilibrios globales,<sup>138</sup> porque aun no se establecen nuevos marcos regulatorios y porque todo indica que se avecina una nueva crisis.

Según el Banco Mundial [2009a], todo apunta a una recuperación en forma de V, pues el efecto de los paquetes de estímulo ha sido mejor a lo esperado. Pero el riesgo y la incertidumbre privan sobre las perspectivas de crecimiento mundial después de que en el curso de 2010 empezaran a desaparecer los efectos de los estímulos. No se descarta entonces una recuperación en forma de W. Aun si esto no ocurriera, difícilmente volvería en el mediano plazo un crecimiento como el registrado antes de la crisis. Los mercados financieros podrían caer de nuevo en excesos pues la nueva regulación financiera tardará años en aplicarse, lo cual po-

<sup>138</sup> La reconstrucción de un patrón de crecimiento sostenible en el mediano plazo dependerá de la forma en que se resuelvan los desequilibrios globales. La corrección de esos desequilibrios implicaría mayores importaciones de Asia, Alemania y Japón y mayores exportaciones de Estados Unidos, lo que durante un periodo de transición prolongado limitaría el crecimiento de los ya muy bajos volúmenes de comercio mundial. Un crecimiento sin recuperación del comercio provocaría un menor crecimiento mundial. Latinoamérica y el Caribe podrían contribuir a la resolución ordenada de los desequilibrios globales, pues mientras el PIB de LAC es similar al de China, la relación consumo/PIB es mucho mayor en LAC. Con esto, la contribución marginal del crecimiento en el consumo en LAC a la corrección de los desequilibrios globales sería mayor al aportado por el crecimiento del consumo en China. Si LAC combina un crecimiento positivo del consumo (menor al crecimiento del PIB), con un crecimiento de la inversión a un ritmo más acelerado que el del PIB, en el mediano plazo LAC lograría un crecimiento fuerte.

dría sembrar la simiente de otra crisis que impediría el crecimiento en el mediano plazo.

En una entrevista para la cadena Fox durante su estancia en China, el propio Barack Obama expresó el temor de que el crecimiento de la deuda nacional, derivado del exceso de gasto para reanimar la economía, socavara la frágil recuperación del país y provocara una doble recesión (una W).

A pesar de algunas cifras alentadoras en Estados Unidos hacia fines de 2009, la falta de financiamiento a las familias, el desempleo y la pérdida de valor de sus principales activos hacían imposible pensar que se estaba en plena recuperación. Las empresas estadounidenses estaban reduciendo inventarios, por lo que seguían recortando gastos y casi no hacían nuevas inversiones.

En abril de 2010, Bernanke, presidente del Fed, reconocía que los problemas en los mercados de la vivienda y el laboral amenazaban la recuperación estadounidense.<sup>139</sup> A ello se suma la creciente deuda pública. La escuela austriaca y Minsky indican que estímulos por el lado de la demanda, como los aplicados a raíz de esta crisis, no proporcionan una solución duradera a problemas como los actuales; falta por tanto una nueva estructura analítica que constituya una guía sobre cómo restaurar el crecimiento después de una crisis [White, 2010].

La recuperación a los niveles anteriores a la crisis podría tomar entre tres y cinco años, sin contar con las enormes deudas contraídas por los gobiernos. Según el FMI, la recuperación total de la crisis financiera tomará al menos siete años, por lo que los gobiernos deben mantener sus políticas económicas anticrisis.

En el mismo sentido se manifestó Michael Intriligator, profesor de economía en la Universidad de California (Los Ángeles); según él, antes de 2013 la producción económica no volverá a los niveles anteriores a la crisis, y el mercado laboral no se recupera-

<sup>139</sup> Entre 2007 y 2009, la relación ingresos gubernamentales/PIB cayó entre 2 y 4 puntos porcentuales en Irlanda, España, Estados Unidos y Reino Unido. Es difícil saber qué tanto de esto se revertirá cuando avance la recuperación. La experiencia indica que mientras más tiempo los ciudadanos permanezcan desempleados o subempleados y sin acceso al crédito, la economía “sombra” crece más [Cecchetti, Mohanty y Zampolli, 2010].

rá del todo hasta 2016. Simon Johnson, economista del Instituto Tecnológico de Massachussets va aun más lejos, pues afirma que el apoyo del gobierno al sector financiero lo único que hizo fue demorar otra crisis inevitable. Ambos expertos participaron en la reunión anual de la Asociación Económica Americana.<sup>140</sup>

Así pues, el patrón de crecimiento del pasado difícilmente volverá y la producción potencial casi seguramente será menor a la anterior a la crisis debido sobre todo a la baja demanda; los organismos internacionales coinciden en que el crecimiento podría no tener la suficiente fuerza como para reducir el desempleo. La contracción de las corrientes de capital podría tardar años en revertirse. Para mantener la recuperación global será necesario que Estados Unidos se oriente a las exportaciones y Asia a las importaciones. El consumo estadounidense no recuperará su nivel pre-crisis, pues los particulares ya no gastarán con tanta liberalidad.

Otra opinión sobre lo endeble de la recuperación que se inicia es la de Olivier Blanchard [2009: 10], quien afirma que el crecimiento no bastará para reducir el desempleo; la recuperación se basa en el estímulo fiscal y en la reposición de inventarios de las empresas, no en la fortaleza del consumo privado y de la inversión fija. La solidez de la recuperación dependerá de que el gasto privado sustituya al público y de que aumente la demanda externa de Estados Unidos y la demanda interna del resto del mundo, en especial de los países asiáticos con modelos de crecimiento basados en las exportaciones; en caso de ocurrir, tal cambio será gradual. Concluye Blanchard [2009: 12]:

Si Asia no reduce su superávit en cuenta corriente y las exportaciones netas de Estados Unidos no aumentan de manera sustancial, la débil demanda privada de Estados Unidos podría traducirse en una recuperación anémica de ese país, en cuyo caso podría surgir una fuerte presión política para prolongar el estímulo fiscal hasta que se recupere la demanda privada [...] Para sustentar la incipiente recuperación [...] en los próximos años será crucial cierta coordinación entre los países.

<sup>140</sup> <[http://www.vanderbilt.edu/AEA/Annual\\_Meeting/index.htm](http://www.vanderbilt.edu/AEA/Annual_Meeting/index.htm)>.

Los principales riesgos a corto plazo son: lento crecimiento y persistentes déficit presupuestales; recreación de burbujas de activos por las políticas monetarias laxas; caída en otra recesión, a medida que mengüen los efectos del ímpetu fiscal y se haga necesario arreglar las finanzas gubernamentales. A largo plazo: tasas de interés al alza, a medida que avance el proceso de salida (la transferencia de acciones y deuda del balance público al privado y recortes al déficit presupuestal); riesgos de estanflación (estancamiento con inflación); y que se deje pasar la oportunidad que ofrece la actual crisis de ser un catalizador de reformas reguladoras de gran alcance y coherentes a escala global [OCDE, 2009b].

Del mismo tenor son las previsiones de un funcionario del FMI [Portugal, 2010] que indica, entre otras cosas, que en los países avanzados el crecimiento va a ser más bajo que en el pasado, pero en cambio será rápido en los emergentes; prueba de ello es que la recuperación global está siendo liderada por el Asia emergente (sobre todo China, India, Indonesia y Corea) y por Brasil. Habrá que reequilibrar el crecimiento adoptando medidas para reducir los desequilibrios macroeconómicos.

Se espera que por la lenta recuperación la inflación se mantenga bajo control en los países avanzados, pero podría haber recalentamiento económico en las naciones que crecerán más. Los mercados financieros se recuperan y van hacia arriba los precios de los activos, por lo que surge la amenaza de que se formen nuevas burbujas. El apetito por el riesgo ha regresado –lo que constituye un nuevo peligro–, los mercados accionarios han mejorado, la emisión de bonos corporativos ha registrado altos niveles<sup>141</sup> y los mercados de capital han reabierto. Sin embargo, la estabilidad financiera sigue siendo frágil, por lo que durante algún tiempo los sistemas bancarios no canalizarán el crédito en la medida deseable.

White [2010: 1] enfatiza que “nada garantiza que hemos visto lo peor y que la recuperación está ahora asegurada”.

Como otros autores, Portugal [2010] sostiene que los retos inmediatos serán encontrar el momento oportuno, el ritmo y la for-

<sup>141</sup> Aunque no lo suficiente como para contrarrestar la declinación en el financiamiento bancario, en especial para pequeñas y medianas empresas.

ma de abandonar las políticas de estímulo; el éxito en hacerlo dependerá también de la situación económica y de la salud del sector financiero de cada país. Esto podría ser relativamente fácil y rápido; sin embargo, diseñar y aplicar la reforma del sistema financiero internacional requerirá un alto grado de coordinación, que será difícil de alcanzar. Tanto o más complicado será reducir las deudas públicas (véase más adelante). La colaboración entre los principales países permitió superar la fase más aguda de la crisis; esa cooperación deberá continuar si se aspira a lograr una recuperación que sea sostenida, sólida y, algo muy importante, equilibrada entre los diferentes bloques de países.

#### *La crisis de deudas soberanas*

La crisis dubaití<sup>142</sup> hizo reflexionar a quienes toman las decisiones sobre la conveniencia de postergar la salida de la política monetaria laxa y la creación de “estrategias” para poner fin a los estímulos gubernamentales; en esto también será clave la coordinación internacional. En 2009, las tasas de interés cercanas a cero en Estados Unidos, Europa y Japón ayudaron a sostener la buena racha en los mercados de activos riesgosos, a medida que los inversionistas se veían obligados a buscar rendimientos más altos. Los BC en muchos países han indicado que las tasas se mantendrán bajas un largo periodo.<sup>143</sup> La experiencia de crisis pasadas indica que los problemas derivados de deudas en exceso persisten mucho tiempo después de que ha pasado lo peor de una crisis económica [*The Economist*, 2009b].

La Unión Europea y el euro proporcionan grandes enseñanzas en esta crisis al permitir observar cómo la pérdida de soberanía monetaria no deja crecer a economías con menor desarrollo productivo como Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Las deudas soberanas en manos de los *hedge funds* han inducido a los gobiernos de estos países a reprimir la demanda de sus poblaciones

<sup>142</sup> Australia, que tiene fuertes vínculos con la economía china, está ya sufriendo las suyas.

<sup>143</sup> Pese al crecimiento de los déficit fiscales, hubiera sido peor sin ellos. La Gran Depresión se precipitó, entre otras cosas, por tratar de disminuir tales déficit.



para reducir, mediante la represión financiera, el déficit fiscal. Por su parte, Alemania y Francia se han visto beneficiadas con el euro, sacando la mayor ventaja por su alta productividad. En el fondo, el papel del Banco Central Europeo (BCE) como prestamista de última instancia no se ha cumplido, sino que han sido los propios países quienes desde 2007 han salvado de la quiebra o bancarrota a sus propios bancos mediante inyecciones de liquidez, vía préstamos o nacionalización de los grandes bancos.

No se teme un colapso mientras las tasas de interés permanezcan bajas, lo que a su vez se debe en gran parte a las compras de bonos gubernamentales hechas por los BC. Las preocupaciones se centran en que una vez retirada la política monetaria laxa, las tasas de interés ascenderán y los inversionistas estarán menos dispuestos a confiar en gobiernos muy endeudados.

Como se ha visto, tratando de superar la crisis los gobiernos se endeudaron en gran medida; por eso algunos se preguntan si el mundo está saliendo de una crisis financiera mediante la aplicación de medidas que establecen las bases de una crisis que involucrará a las deudas soberanas, dado el aumento enorme de los déficits fiscales.<sup>144</sup> “Una regla simple es que si quieres saber dónde será la próxima crisis, debes mirar hacia donde se presenta apalancamiento. Ahora la respuesta es: en el gobierno”, dijo Martin Barnes de la empresa de investigación Bank Credit Analyst [citado en *The Economist*, 2009b].

El *Global Financial Stability Report* (GFSR) [FMI, 2010d] se refiere a esta circunstancia destacando que el deterioro de los saldos fiscales y la rápida acumulación de deuda pública alteraron el perfil mundial de riesgo, por el temor que rodea la sostenibilidad de los balances gubernamentales. La misma publicación alerta sobre la posibilidad de tensiones a corto plazo en los mercados de finan-

<sup>144</sup> Rogoff y Reinhart [2010] destacan los fuertes vínculos entre crisis bancarias e incumplimiento en el pago de deudas soberanas a lo largo de la historia de muchos grandes países, avanzados y emergentes, y demuestran que las crisis bancarias (tanto internas como las surgidas en centros financieros internacionales) a menudo preceden o acompañan a crisis de deuda soberana; incluso ayudan a predecir éstas. Con frecuencia los gobiernos esconden deudas que exceden en mucho a la deuda externa documentada.

ciamiento si los inversionistas exigen rendimientos más altos para compensar los riesgos potenciales. Esas tensiones podrían exacerbar las dificultades de financiamiento a corto plazo para los bancos de los países avanzados, desactivando nuevamente el crédito privado. El GFSR considera conveniente que los países más endeudados anuncien pronto planes creíbles de consolidación fiscal.

La historia está llena de incumplimientos soberanos o de países que cumplen sólo de manera parcial, recurriendo a la inflación y a la depreciación monetaria.<sup>145</sup> Reinhart y Rogoff [2009] encuentran que tres años después de una típica crisis bancaria, el nivel absoluto de la deuda pública es en promedio cerca de 86% más alto que antes de la crisis.

El desarrollo de los CDS da a los inversionistas la oportunidad de especular con, o de asegurarse contra el incumplimiento de un país para rembolsar su deuda. El anuncio de Dubai World provocó que el costo de garantizar la deuda de Dubai se elevara 67%. Precisamente en el informe trimestral del BPI se da cuenta ya de que por las preocupaciones derivadas del riesgo de crédito soberano se han registrado aumentos en el mercado de los derivados de incumplimiento crediticio [BIS, 2010b].

Financiar las deudas gubernamentales será difícil por la competencia que se dará entre países. Todo dependerá entonces del riesgo soberano que perciban los inversionistas, tomando en cuenta los rendimientos de cada país, su capacidad de cubrir el servicio de la deuda, su situación de “puerto seguro” en relación con otros países desarrollados, el compromiso de los políticos para aplicar reformas fiscales, tipos de cambio, etc. Un punto porcentual de incremento en el déficit fiscal eleva las tasas de interés a largo plazo entre 10 y 25 puntos base y en algunos casos hasta 60 puntos; 1% de incremento en la relación deuda/PIB eleva dichas tasas entre 3 y 5 puntos base. El efecto es mayor en los países con déficit fiscales muy altos y en los que piden prestado cuando la emisión soberana global es alta [Bykere, Parisi-Capone y Jungen, 2010].

<sup>145</sup> Grecia tiene unos 400 mmd de deuda pública, 75% de la cual está en manos de extranjeros, en su mayoría instituciones financieras europeas.

Fuera de Medio Oriente, el país más afectado por la crisis de Dubai World resultó ser Grecia, caracterizado por una alta relación deuda/PIB,<sup>146</sup> un gran déficit presupuestal y una incapacidad histórica para afrontar sus problemas fiscales. De alguna manera Grecia está en situación similar a la de Dubai, pues es miembro de una confederación económica y los inversionistas confiaban en que, de ser necesario, la Unión Europea lo rescataría, lo cual efectivamente ocurrió meses después. Aunque otros países europeos también tienen déficit presupuestales altos (Reino Unido, Irlanda y España,<sup>147</sup> entre otros), fueron los problemas de Grecia los que explotaron primero al saberse que en 2009 su déficit fiscal equivalió a 13.6% de su PIB, más del cuádruple de lo permitido en la UE.<sup>148</sup> Tal como se esperaba, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea anunciaron (febrero de 2010) que aunarían fuerzas para supervisar a Grecia y definir las medidas necesarias para mantener la estabilidad en la eurozona. Sin embargo, la canciller Ángela Merkel detuvo un plan de rescate rápido para Grecia (CNNExpansion.com).

En la segunda semana de abril de 2010, los diferenciales de los bonos griegos se ampliaron a 407 puntos base sobre los bonos alemanes, nivel no visto desde que se supo que Grecia ingresaría a la eurozona (2001). De esta manera, los mercados financieros manifestaron su escepticismo acerca de las perspectivas griegas, algo en lo que los líderes de la eurozona tienen gran parte de culpa por la imprecisión del texto del acuerdo entre ese país y la UE (25 de marzo) [Kirkegaard, 2010].

Grecia pretende salir de su crisis de deuda imponiendo la austeridad fiscal. Severos recortes en el gasto gubernamental precipita-

<sup>146</sup> Recuérdese que los países de la eurozona no tienen la opción de devaluar cuando su deuda se hace insostenible.

<sup>147</sup> En diciembre de 2009 Standard & Poor's bajó en un grado la calificación de Grecia, a "BBB+", con perspectivas negativas, señalando que las medidas de austeridad anunciadas por el gobierno no producirían una reducción sostenida en la carga de la deuda pública, la más alta en la UE en 2010.

<sup>148</sup> Madrid, -5.41%; Milán, -4.70; Lisboa, -4.21; París, -3.64; Sao Paulo, -3.35%, Buenos Aires, 3.67%. La onza troy de oro también bajó ese día: de 1 192.80 a 1 169.20 dólares.

rán una fuerte recesión, que reducirá su PIB y deprimirá los ingresos gubernamentales, incrementando aún más sus ya altas relaciones deuda/PIB (115%) y déficit fiscal/PIB (13.6 por ciento).

El 3 de marzo de 2010 el gobierno socialista griego anunció un plan de ajuste, pidiendo a cambio la “solidaridad de Europa”. Con este plan se esperaba ahorrar 4 800 millones de euros (6 500 millones de dólares), lo que causó el beneplácito de la Comisión Europea, del gobierno alemán y de los ministros de Finanzas de la eurozona. El paquete comprende un alza de 2% al impuesto al valor agregado (IVA) y aumentos a los impuestos al tabaco, el alcohol, los combustibles y los artículos de lujo. También habrá recortes salariales para los funcionarios públicos, de 30% en el pago del mes de aguinaldo y de 60% para quienes reciben un decimocuarto mes.

El 2 de mayo de 2010 se anunció un Acuerdo *Stand-by* de tres años entre el FMI y Grecia por 30 000 millones de euros. Combinando recortes del gasto e incrementos de los ingresos por un monto equivalente a 11% del PIB, se espera revertir la relación deuda pública/PIB a partir de 2013 y reducir el déficit fiscal a menos de 3% del PIB en 2014. Como ya se dijo, se reducirán los salarios del sector público y las erogaciones por concepto de pensiones; ambos renglones representan 75% del gasto público total de Grecia, excluyendo el pago de intereses.

Las medidas para estimular el crecimiento se orientarán a modernizar la economía e incrementar su competitividad. La constitución de un fondo de estabilidad financiera, íntegramente financiado en el marco del programa con el FMI, garantizará que los bancos tengan un nivel sólido de capital propio. Habrá progresividad en los impuestos y medidas contra la evasión fiscal. Habrá una mínima protección a los grupos más vulnerables: los niveles más bajos de ingresos están excluidos de la reducción de salarios y pensiones; además, se reforzará la red de protección social. Por último, se reducirá en gran medida el gasto militar mientras esté vigente el programa. Los miembros de la eurozona se comprometieron a prestar a Grecia 80 mil millones de euros (mme); así, la ayuda total será de 110 mme. El acuerdo significa un nivel excepcional de acceso a los recursos del FMI: 3 200% de la cuota de Grecia en

la institución (823 millones de DEG), el mayor acceso otorgado a un país miembro [FMI, 2010b].

El plan de consolidación fiscal y el paquete de préstamos acordados por el gobierno griego, sus socios de la eurozona y el FMI tranquilizaron sólo unos días a los mercados financieros; el 4 de mayo, las principales bolsas del mundo cayeron entre 2 y 3%, pero la griega lo hizo en casi 7%.<sup>149</sup> Además de ello, las medidas de austeridad, la más dolorosa de las cuales desde el punto de vista social fue la congelación de las pensiones, exacerbaron las protestas populares, incluyendo una huelga general de 48 horas.

Pero, hay que insistir, Grecia no es un caso excepcional; su deuda externa representa 161% de su PIB; ¡1 267%! en el caso de Irlanda; 365% en los Países Bajos; 214% en Portugal; 423% en Suiza y 408% en Reino Unido [CNBC, 2010].

En 2009, el déficit presupuestal de España equivalió a 11.4% del PIB, y su deuda externa, a 172% de ese mismo indicador; por ello el gobierno lanzó también un programa de austeridad para ahorrar 50 mme en los siguientes cuatro años y recortar su déficit a 3% del PIB en 2013 [Mallet, 2010]. El 29 de abril de 2010, la agencia Standard & Poor's bajó la calificación crediticia de España, un día después de hacer otro tanto con Portugal y Grecia. Por todo esto se decía que España iba a ser el siguiente país que caería en dificultades semejantes a las de Grecia. Pero fue Irlanda, (noviembre de 2010) quien al igual que Grecia fue rescatada con un paquete de financiamiento de la UE y del FMI; sin embargo, persistían los problemas en España, Portugal y otros países.

Como acertadamente señaló Thomas Stolper, economista de Goldman Sachs: "(En el fondo subyace) el asunto que sigue sin resolverse: cómo obligar a la disciplina fiscal en una unión monetaria de Estados soberanos" [citado por Mallet, 2010].

En cuanto a las grandes deudas de Estados Unidos y Japón, al primero le ayuda que su divisa sea reserva global y el hecho de que sus mercados de deuda sean los más desarrollados y líqui-

<sup>149</sup> El rápido envejecimiento de la población en esos y otros países tendrá enormes costos futuros, que no se reconocen del todo en las actuales proyecciones presupuestarias.

dos del mundo; su deuda externa representa 94% de su PIB, y es el vigésimo país más endeudado por ese concepto, después de 18 países europeos y de Hong Kong. Por su parte, Japón es un acreedor neto y en gran parte financia su deuda internamente; por ello no figura entre las 20 naciones con mayor deuda externa (véase el cuadro 18).

CUADRO 18. LAS NACIONES MÁS ENDEUDADAS CON EL EXTERIOR

<i>Ranking</i>	<i>País</i>	<i>Deuda externa (como porcentaje del PIB)</i>	<i>Deuda externa (per cápita)</i>
1	Irlanda	1 267	567 805
2	Suiza	423	176 045
3	Reino Unido	408	148 702
4	Holanda	365	146 703
5	Bélgica	320	119 681
6	Dinamarca	298	110 422
7	Austria	253	101 387
8	Francia	236	78 387
9	Portugal	214	47 348
10	Hong Kong	206	89 457
11	Noruega	199	117 604
12	Suecia	194	73 854
13	Finlandia	188	69 491
14	Alemania	179	63 263
15	España	172	59 457
16	Grecia	161	51 483
17	Italia	127	39 741
18	Australia	111	41 916
19	Hungría	106	20 990
20	Estados Unidos	94	73 793

Fuente: The World's Biggest Debtor Nations, mayo 2009: <www.cnbc.com>. Elaboración propia.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADB [2010], *ADB Report 4, Impact and Policy Responses. People's Republic of China*, Manila, Banco de Desarrollo Asiático.
- Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.) [2008], *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_ y Philipp Schnabl [2008], "How banks played the leverage game", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_ y David Backus [2008], "Private lessons for public banking: the case for conditionality in LOLR facilities", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_, Lasse Pedersen, Thomas Philippon y Matthew Richardson [2008], "Regulating systemic risk", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_, Jennifer Carpenter, Xavier Gabaix, Kose John, Matthew Richardson, Marti Subrahmanyam, Rangarajan Sundaram y Eitan Zemel [2008], "Corporate governance in the modern financial sector", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.

- va York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Acharya, Viral, Menachem Brenner, Robert Engle, Anthony Lynch y Matthew Richardson [2008], "Derivatives-the ultimate financial innovation", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_, Robert Engle, Stephen Figlewski, Anthony Lynch y Marti Subrahmanyam [2008], "Centralized clearing for credit derivatives", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_\_, Paul Wachtel e Ingo Walter [2008], "International alignment of financial sector regulation", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Aglietta, Michel [2004], "Les banques centrales asiatiques et le dollar", *La Lettre du Centre D'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales*, París, CEPII, núm. 230, enero de 2004, pp. 1-4.
- Ainley, Michael [1984], "The aeneral grrangements to borrow", *Pamphlet series*, vol. 41, Washington, DC, FMI.
- Alberola, Enrique y José María Serena [2009], "Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales", *Boletín Económico*, Madrid, Banco de España, enero, pp. 119-130.
- Appelbaum, Binyamin [2010], "Regulators Seek Global Capital Rule", *The New York Times*, <<http://www.nytimes.com/2010/05/26/business/global/26basel.html>>, 25 de mayo.
- Åslund, Anders [2010], *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis*, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics.
- Baker, Dean [2008], "Progressive conditions for a bailout", RER, núm. 47, 3 de octubre, Edward Fullbrook (ed.), <<http://www.pae-com.net/PAEReview/issue47.deanbaker47.pdf>>, pp. 243-249.



- Banco Central Europeo [2009], *Press Release: Monetary Policy Decisions*, <<http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr091204.es.html>>.
- Banco de México [2009], Ingresos por remesas familiares. Información mensual, <<http://www.banxico.org.mx>>, 1 de octubre.
- Banco Mundial [2009a], *Perspectivas económicas mundiales 2009*, Grupo de análisis de las perspectivas de desarrollo, Washington, DC, Banco Mundial, 30 de marzo.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *La crisis global: lo peor pasó, América Latina preparada para la recuperación*, Washington, DC, Banco Mundial, 28 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “The global financial and economic storm: how bad is the weather in LAC?”, Documento de trabajo, Chiel Economic Office, Latin America and the Caribbean Region, abril.
- \_\_\_\_\_ [2009d], *World Development Indicators*, <<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators/wdi-2009>>.
- \_\_\_\_\_ [2010a], *Global Economic Perspectives 2010*, <[www.worldbank.org/gep2010](http://www.worldbank.org/gep2010)>.
- \_\_\_\_\_ [2010b], *World Development Indicators*, <<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators/wdi-2010>>, abril.
- Banque de France [2007], Numéro spécial Hedge Funds *Revue de la stabilité financière*, núm. 10, abril.
- Barro, Roberto J. [2009], *The Wall Street Journal*, <[http://online.wsj.com/article/SB123620186114032855.html?mod=3D2\\_1362\\_middl=>](http://online.wsj.com/article/SB123620186114032855.html?mod=3D2_1362_middl=>)>, 6 de marzo.
- Barth, James R., R. Dan Brumbaugh y Robert E. Litan [1990], “The banking industry in turmoil: a report on the condition of the U.S. banking industry and the bank insurance fund”, informe del Financial Institutions Subcommittee of the House Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, diciembre.
- Basel Committee on Banking Supervision [2009], *Report and Recommendations of the Cross-Border Bank Resolution Group*, Basilea, BIS, septiembre.
- Beaufort Wijnholds, Onno de [2010], “The international financial architecture, yesterday, today and tomorrow”, *World Economics, The Journal of Current Economic Analysis and Policy*,

- Oxonia, The Oxford Institute for Economic Policy, vol. 11, núm. 2, noviembre, pp. 113-131.
- BCG, Delivering on the Client Promise: Global Wealth 2009, <<http://www.bcg.com/documents/file29101.pdf>>.
- Behravesh, Nariman [2009], "Top-10 economic predictions for 2010", *IHS Global Insight*, diciembre.
- Benedicto XVI [2009], *Caritas in Veritate*, <<http://www.imdosoc.org.mx>>.
- Bergsten, C. Fred y Arvind Subramanian [2009], "America cannot resolve global imbalances on its own", *Financial Times*, <<http://www.iie.com/publications/oped.cfm?ResearchID=1283>>, 19 de agosto.
- Berkemen, Pelin, Gaston Gelos, Robert Rennhack y James P. Walsh [2009], *The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact*, FMI Documento de trabajo 09/280, Washington, DC, FMI.
- Bernanke, Ben S. [2005], "The global saving glut and the U.S. current account deficit", Richmond, Virginia, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Federal Reserve Board, marzo.
- [2009], <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20091001>>.
- [2010], Statement by the Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 25 de marzo.
- BIS [2009], *BIS Quarterly Review*, Basilea, Suiza, BIS, diciembre.
- [2010a], *BIS Triennial and Semiannual Surveys, Positions in Global Over the Counter (OTC) Derivatives Markets at end June 2010*, Basilea, Suiza, BIS, noviembre.
- [2010b], "International banking and financial market developments", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Suiza, BIS, marzo.
- [2010c], "The group of governors and heads of supervision reach broad agreement on basel committee capital and liquidity reform package", Basilea, Suiza, BIS, 26 de julio (Anexo).
- [2010d], Comunicado de prensa, <[www.bis.org](http://www.bis.org)>, 12 de septiembre.

- Blanchard, Olivier [2006], "Current account deficits in rich countries", ponencia presentada en la 7a. Conferencia Anual Jacques Polak, Washington, DC, 9-10 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [2009], "Sustentar la recuperación mundial", *Finanzas y Desarrollo*, Washington, DC, FMI, vol. 46, núm. 3, septiembre.
- \_\_\_\_\_, Francesco Giavazzi y Filipa Sa [2005], "International investors, the U.S. current account and the dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, Massachusetts, Massachusetts Institute of Technology.
- \_\_\_\_\_ y Gianni Maria Milesi-Ferretti [2009], *Global Imbalances: in Midstream*, IMF Staff Position Note SPN/09/29, Washington, DC, FMI, 22 de diciembre.
- Blinder, Alan S. [2006], "Monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers", en Bancos centrales en el siglo XXI, conferencia organizada por el Banco de España, Madrid, 8-9 de junio, en línea.
- Bremmer, Ian y Nouriel Roubini [2009], "How the fed can avoid the next bubble", *Wall Street Journal.com*, <<http://www.wsj.com/article/SB1000142405274870447150457444641541499588.html>>, 5 de octubre.
- Brown, Stephen, Marcin Kacperczyk, Alexander Ljungqvist, Anthony Lynch, Lasse Pedersen y Matthew Richardson [2008], "Hedge funds in the aftermath of the financial crisis", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce [2008], <<http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>>, 30 de enero.
- \_\_\_\_\_ [2009], <[http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2009/pdf/gdp2q09\\_adv.pdf](http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2009/pdf/gdp2q09_adv.pdf)>.
- Bustelo, Pablo [2010], "Falso culpable", *El País*, Negocios, 4 de abril, pp. 2-3.
- Bykere, Arpitha, Elisa Parisi-Capone y Katharina Jungen [2010], "Sovereign debt: the developed world's next big problem?", *RGE Analysis*, 13 de enero.

- Caballero, R. J., E. Farhi y P.O. Gourinchas [2006], “An equilibrium model of ‘global imbalances’ and low interest rates”, NBER Documento de trabajo núm. 11996, febrero.
- Camdessus, Michel [2009], “La crisis surge por la falta de ética”, <<http://www.cnnexpansion.com/economia>>, 2 de octubre.
- Caplin, Andrew y Thomas Cooley [2008], “Mortgages and households”, Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Caruana, Jaime [2010], “Financial stability: 10 questions and about seven answers”, discurso en el Simposio para conmemorar el 50 aniversario del Banco de la Reserva de Australia, <<http://www.bis.org/speeches/sp100209.htm>>, 9 de febrero.
- Cavallo, M. y C. Tille [2006], “Could capital gains smooth a current account rebalancing?”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report 237, enero.
- Cecchetti, Stephen G., M.S. Mohanty y Fabrizio Zampolli [2010], “The future of public debt: prospects and implications”, BIS Documento de trabajo núm. 300, Basilea, Suiza, BIS, marzo.
- Centre for Economic Policy Research [2010], *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition. An Analysis of state-supported schemes for financial institutions*, Londres, CEPR.
- Cepal [2009], *Panorama social de América Latina, 2009*, Santiago de Chile, Naciones Unidas, Cepal, noviembre.
- Cepal/OIT [2009], “Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe. Crisis en los mercados laborales y respuestas anticíclicas”, *Boletín* núm. 2, septiembre.
- Chandavarkar, Anand [2009], *The Unexplored Keynes and Other Essays*, Nueva Delhi, Academic Foundation.
- Chapoy Bonifaz, Alma [1996], “DEG y ventas de oro/potenciales fuentes de financiamiento al desarrollo”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEC-UNAM, vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre, pp. 267-301.
- \_\_\_\_\_ [1997], “Nuevos acuerdos para la obtención de préstamos y sistema de detección de crisis. Mecanismos para enfrentar las crisis financieras”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEC-UNAM, vol. 28, núm. 110, julio-septiembre, pp. 175-208.

- \_\_\_\_\_ [2004], “El dólar estadounidense: el impacto de sus fluctuaciones”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEC-UNAM, vol. 35, núm. 136, enero-marzo, pp. 27-47.
- \_\_\_\_\_ [2005], “Las metas explícitas de inflación como esquema para conducir la política monetaria. El caso de México”, Mántey, Guadalupe y Noemí Levy, *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, FES Acatlán-UNAM.
- \_\_\_\_\_ [2006], “¿Podría Asia contribuir a establecer la pluralidad en el sistema monetario y financiero internacional?”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEC-UNAM, vol. 37, núm. 144, enero-marzo, pp. 73-96.
- \_\_\_\_\_ [2010], “¿Es el momento de avanzar hacia un sistema monetario multipolar?”, Girón, Alicia, Patricia Rodríguez y José Déniz (coords.), *Crisis financiera, nuevas manías, viejos pánicos*, Madrid, Editorial Catarata.
- \_\_\_\_\_ e Irma Manrique [2000], “Las crisis financieras y la reforma del sistema”, Kaplan, Marcos e Irma Manrique (coords.), *Regulación de flujos financieros internacionales*, México, IIEC-IIJ-UNAM.
- Clark, Simon, Aaron Kirchfeld y Elena Logutenkova [2010], “Bankers Challenging Rules in Vienna Find Ally in Debt Crisis”, *Bloomberg Businessweek*, 10 de junio.
- Clementi, Gian Luca, Thomas Cooley, Matthew Richardson e Ingo Walter [2008], “Repensando la compensación en las empresas financieras”, Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- CNBC [2010], Consumer News and Business Channel, <[www.cnbc.com/id/30308959/The\\_World\\_s\\_Biggest\\_Debtor\\_Nations?slide=2](http://www.cnbc.com/id/30308959/The_World_s_Biggest_Debtor_Nations?slide=2)>, 16 de febrero de 2010.
- Cole, Roger T., Greg Feldberg y David Lynch [2007], “Hedge funds, credit risk transfer and financial stability”, *Financial Stability Review-Special issue on hedge funds*, París, Banque de France, núm. 10, abril.
- Commerce Department [2009], <<http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm> (PIB)>, octubre.

- Corbo, Vittorio [2010], "Financial stability in a crisis: what is the role of the central bank", *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, BIS Papers núm. 51, Basilea, Suiza, BIS, marzo.
- Council of the European Union [2008], *Contribution to the European Council, 2911th Economic and Financial Affairs*, Bruselas, <Press.office@consilium.europa.eu> <<http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>>, 2 de diciembre.
- Crespo, Juan Ignacio [2009], "Adivina qué crisis viene esta noche", *El País*, Madrid, 28 de junio, Negocios, p. 8.
- D'Arista, Jane W. [2007], "U.S. debt and global imbalances", Political Economy Research Institute, Massachusetts, University of Massachusetts, núm. 126, mayo.
- \_\_\_\_\_ y Tom Schlesinger [1994], "The Parallel Banking System", *Briefing Paper*, núm. 37, Washington, DC, Economic Policy Institute, 1 de junio.
- Davidson, Paul [2009], *The Keynes Solution: The Path to Global Economic Prosperity*, Estados Unidos, Palgrave Macmillan.
- Deen, Mark y David Tweed [2009], "Stiglitz says bank problems bigger than pre-Lehman", Bloomberg.com, 14 de septiembre.
- Departamento del Trabajo [2009], "The Employment Situation", *Economic News Release*, Estados Unidos, Bureau of Labor Statistics, enero.
- Department of the Treasury/Federal Reserve Board [2009], <<http://www.federalreserve.gov/>>.
- Detragiache, Enrica y Giang Ho [2010], *Responding to Banking Crises: Lessons from Cross-Country Evidence*, FMI Documento de trabajo /10/18, Washington, DC, FMI, enero.
- Dow Jones, <[http://www.invertironline.com/cotizacion/cotiindi\\_eu.asp?TID\\_Indice=141](http://www.invertironline.com/cotizacion/cotiindi_eu.asp?TID_Indice=141)>.
- Dooley, Michael [2010], "Central bank responses to financial crises", *Perspectives on Inflation Targeting, Financial Stability and the Global Crisis*, BIS Documento de trabajo núm. 51, Basilea, Suiza, BIS, marzo de 2010.
- El País* [2009], Economía, 10 de julio, p. 17.
- Europa Press* [2009], "La banca británica tiene una exposición de 5 mmd en Dubai World, encabezada por RBS", noticia-economía, <<http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/>>.

- Evans, M.D.D. y Viktoria Hnatkovska [2005], "International capital flows, returns and world financial integration", NBER Documento de trabajo núm. 1170, Cambridge, MA., NBER.
- FAO [2009a], *Food Outlook*, Roma, FAO, noviembre de 2009.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *Economic Outlook*, Roma, FAO, diciembre de 2009.
- Federal Reserve System [2009], *The Beige Book*, The Federal Reserve Board, Washington, DC, <<http://www.federalreserve.gov/fomc/beigebook>>, junio.
- \_\_\_\_\_ [2010], *The Beige Book*, The Federal Reserve Board, Washington, DC, <<http://www.federalreserve.gov/fomc/beigebook>>, marzo.
- Feldstein, Martin [2005], "Política monetaria en un ambiente internacional cambiante", Conferencia Internacional Estabilidad y crecimiento económico: el papel del banco central, Ciudad de México, Banco de México, 14-15 de noviembre, en línea.
- \_\_\_\_\_ [2009a], "¿Ha comenzado la recuperación en EUA?", *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein8/Spanish>>, 9 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009b], "Obama care's crippling deficits", <[WSJ.com](http://www.wsj.com)>, 7 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], "La recuperación de China y el crecimiento global", *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein8/Spanish>>, 13 de abril.
- Financial Stability Forum [2009], "Financial stability forum re-established as the financial stability board", nota de prensa núm. 14/2009, <[www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)>.
- Financial Times* [2009a], "Financial stability depends on more capital", <[FT.com](http://www.ft.com)>, 3 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009b], <<http://www.cnnexpansion.com/economia/2009/11/30/g20-enlista-30-entidades-depeligro>>, 30 de noviembre.
- FMI [1987], "The role of the SDR in the IMS", Washington, DC, Occasional Papers núm. 51, FMI.
- \_\_\_\_\_ [2002], *Informe Anual*, Washington, DC, FMI.
- \_\_\_\_\_ [2007], *Informe Anual*, Washington, DC, FMI.
- \_\_\_\_\_ [2008a], "El FMI recomienda el estímulo ante la fuerte desaceleración mundial", *Boletín*, Washington, DC, FMI, vol. 37, núm. 11, noviembre, p. 173.



- FMI [2008b], “IMF executive board recommends reforms to overhaul quota and voice”, *Press Release*, núm. 08/64, <[www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr0864.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr0864.htm)>.
- \_\_\_\_\_ [2008c], “Fiscal policy for the crisis”, IMF Staff Position Note, SPN/08/01, Washington DC, FMI.
- \_\_\_\_\_ [2008d], “El FMI debe ser un intermediario imparcial que ayude a canalizar fondos de los países superavitarios como Japón, a los países con necesidades apremiantes”, *Boletín*, Washington, DC, FMI, vol. 37, núm.11, noviembre, pp. 176-177.
- \_\_\_\_\_ [2008e], “El FMI apoya la acción coordinada contra la crisis”, *Boletín*, Washington, DC, FMI, vol. 37, núm. 10, octubre, p. 151.
- \_\_\_\_\_ [2008f], *Informe anual*, Washington, DC, FMI, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2008g], “En medio de la crisis financiera, se debate el papel del FMI”, *Boletín*, Washington, DC, FMI, vol. 37, núm. 11, noviembre, pp. 175.
- \_\_\_\_\_ [2009a], “Nuevas medidas del FMI para ayudar a resolver la crisis económica mundial”, Comunicado de prensa núm. 09/196 (S), 4 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *Perspectivas de la economía mundial*, Estudios económicos y financieros, Washington, DC, FMI, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “Crisis y recuperación”, *Perspectivas de la economía mundial*, Estudios económicos y financieros, Washington, DC, FMI, abril.
- \_\_\_\_\_ [2009d], *Se evitó la crisis. ¿Qué sigue ahora?*, Washington, DC, FMI, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009e], *Informe anual*, Washington, DC, FMI, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009f], “El G-8 solicita ayuda al FMI para dismantelar las medidas contra la crisis”, *Boletín Digital*, <[www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)>, 13 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009g], *World Economic Outlook Update*, An update of the key WEO projections, Washington, DC, FMI, 28 de enero.
- \_\_\_\_\_ [2009h], *The International Community's Response to the Economic and Financial Crisis and its Impact on Development*, IMF Contribution to the United Nations Conference, Nueva York, 24-26 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009i], *Global Financial Stability Report Market Update*, Washington, DC, FMI, enero.



- \_\_\_\_\_ [2009j], The State of Public Finances, julio.
- \_\_\_\_\_ [2009k], “External balance in low income countries”, Documento de trabajo 09/221, Washington, DC, FMI, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09221.pdf>>, 1 de octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009l], “Gauging risks for deflation”, IMF Staff Position Note, SPN/09/01, Washington, DC, FMI, enero.
- \_\_\_\_\_ [2009m], *World Economic Outlook*, Washington, DC, FMI, abril.
- \_\_\_\_\_ [2009n], *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, Washington, DC, World Economic and Financial Surveys, FMI, abril.
- \_\_\_\_\_ [2010a], *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, DC, FMI, abril.
- \_\_\_\_\_ [2010b], “El personal técnico del FMI llega a un entendimiento con Grecia para suscribir un Acuerdo Stand-by por 30 mil millones de euros”, Comunicado de prensa núm. 10/176 (S), Washington, DC, FMI, 2 de mayo.
- \_\_\_\_\_ [2010c], “El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba una importante revisión de las cuotas y la estructura de gobierno”, Comunicado de prensa núm. 10/418 (S), Washington, DC, FMI.
- \_\_\_\_\_ [2010d], *Global Financial Stability Report, Meeting new Challenges to Stability and Building a Safer System*, Washington, DC, World Economic and Financial Surveys, FMI, abril.
- \_\_\_\_\_ [2010e], “A fair and substantial contribution by the financial sector”, Interim Report for the G-20, FMI, Washington, DC.
- FOMC Statement [2009], <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090624a.htm>>.
- Forbes [2009], “400 Richest Americans”, *Forbes*, <<http://www.google.com.mx/url?q=http://www.forbes.com/2008/09/16/forbes-400-billionaires>>, 16 de septiembre.
- Forbes, Kristin [2006], “How does Capital Account Liberalization Affect Economic Growth?”, IMF Center Economic Forum, 10 de noviembre, en línea.
- Foro Económico Mundial [2008], *Global Risk Network Report*, Suiza, Foro Económico Mundial, enero.
- \_\_\_\_\_ [2009], <[http://www.weforum.org/en/knowledge/Events/2009/KN\\_SESS\\_SUMM\\_27177?url=/en/](http://www.weforum.org/en/knowledge/Events/2009/KN_SESS_SUMM_27177?url=/en/)>, 1 de febrero.

- Fortune* [2010], "Fortune 500; annual ranking of America's largest corporations", <[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2010/full\\_list](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2010/full_list)>, 15 de abril.
- Fukuyama, Francis [2008], "El fin de la hegemonía americana", *El País*, Madrid, 31 de julio.
- Galbraith, James K. [2010], "The global financial crisis and how to bring it to a close", Robert W. Kolb (ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, Kolb Series in Finance, Essential Perspectives, John Wiley & Sons, Inc.
- Garrett, Geoffrey [2010], "G2 in G20: China, the United States and the world after the global financial crisis", *Global Policy*, <[http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/123264131/main.html.ftx\\_abs](http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/123264131/main.html.ftx_abs)>, 27 de enero.
- Geithner, Timothy [2009], "Financial stability depends on more capital", *Financial Times*, <<http://www.ft.com/indepth/financial-crisis-inquiry-commission>>, 3 de septiembre.
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry y Natalia Tamirisa [2009], "Prever la próxima crisis", *Finanzas y Desarrollo*, Washington, DC, FMI, vol. 46, núm. 3, septiembre, pp. 35-37.
- Girón, Alicia [2000], "Inestabilidad financiera y fondos mutualistas y de cobertura", *Revista Comercio Exterior*, México, Banco de Comercio Exterior, vol. 50, núm. 6, junio de 2000, pp. 469-474.
- \_\_\_\_ [2010], "China: Armonía o perturbación en el balance de la crisis financiera", Girón, Alicia, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *Quiebras financieras y experiencias paradigmáticas*, México, IIEC-UNAM.
- \_\_\_\_ y Alma Chapoy [2009a], *Derrumbe del sistema financiero internacional*, México, IIEC-UNAM.
- \_\_\_\_ y Alma Chapoy [2009b], "Financiarización y titulización: un momento Minsky", *Revista Economía UNAM*, México, UNAM, núm. 16, enero-abril, pp. 44-56.
- Global Trade Alert [2009], "Broken promises: a G-20 summit report", Londres, Centre for Economic Policy Research, <[http://www.globaltradealert.org/sites/default/files/Broken\\_promises\\_GTA\\_second\\_report](http://www.globaltradealert.org/sites/default/files/Broken_promises_GTA_second_report)>, 18 de septiembre.

- Goodman, Peter S. [2010], “Rule no. 1: make money by avoiding rules”, *The New York Times*, <<http://nytimes.com/2010/05/23/weekinreview/23goodman>>, 21 de mayo.
- Gourinchas, P.O. y H. Rey [2005], “From world banker to world venture capitalist: us external adjustment and the exorbitant privilege”, NBER Documento de trabajo núm. 11563, agosto.
- Greenspan, Alan [1992], Putting FDICIA in Perspective, 28th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago.
- \_\_\_\_\_ [2004], “The state of the banking industry”, Federal Reserve Bank, Statement of Chairman, before the committee on banking, housing, and urban affairs, U.S. Senate, 20 de abril.
- \_\_\_\_\_ [2005], Conferencia Internacional “Estabilidad y crecimiento económico: el papel del banco central”, (videoconferencia) Banco de México, 14-15 de noviembre, en línea.
- \_\_\_\_\_ [2008], Testimony Committee of Government Oversight and Reform, <<http://www.clipsandcomment.com/2008/10/23/text-alan-greenspan-testimony-congress-october-23/>>, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2010], *The Crisis*, Greenspan Associates LLC, Second Draft, 9 de marzo.
- Guillén, Arturo [2010], “Europa en el torbellino de la crisis global”, Girón, Alicia, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *Quiebras financieras y experiencias paradigmáticas*, México, IIEC-UNAM.
- Guo, Kai [2010], “Determinants of China’s private consumption: an international perspective”, FMI Documento de trabajo núm. 10/93, Washington, DC, FMI, 1 de abril.
- G-20 [2008], Declaración al término de la Cumbre sobre Mercados financieros y Economía mundial, <<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/print/20081115>>, 15 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [2009a], Declaración al término de la reunión en Londres, <<http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communicate>>, abril.
- \_\_\_\_\_ [2009b], Declaración al término de la reunión en Pittsburgh <<http://www.pittsburghg20.org/index.aspx>>, septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2010a], Declaración al término de la reunión en Toronto, Canadá, junio.

- G-20 [2010b], Declaración al término de la reunión en Seúl, Corea, noviembre.
- G-30 [2009], "Group of 30 report calls for IMF governance and surveillance reforms", *Press Release*, Washington, DC, <[www.group30.org](http://www.group30.org)>.
- Guttman, Robert [2008a], "The global credit crunch of '07", CEPN, París XIII, ponencia presentada en el Congreso de Dijon, <[http://www.u\\_bourgogne.fr/CEMF/doccollo/Robert%20GUTTMANN.rtf](http://www.u_bourgogne.fr/CEMF/doccollo/Robert%20GUTTMANN.rtf)>.
- \_\_\_\_ [2008b], "A primer on finance-led capitalism", Nueva York, Hofstra University, CEPN, París.
- Hausmann, R. y F. Sturzenegger [2005], "U.S. and global imbalances: can dark matter prevent a Big bang?", Documento de trabajo núm. 124, Center for International Development, Harvard University, enero.
- Hein, Eckhard y Achim Truger [2010], "Finance-dominated capitalism in crisis - the case for a Global Keynesian New Deal", Berlín, Alemania, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy, Berlín, Documento de trabajo núm. 06/2010.
- Henry, Gérard Marie [2008], *Les Hedge Funds*, Collection Finance, París, Éditions d'Organisation, Groupe Eyrolles.
- Hughes, Kent [2001], "Challenges for America", *The Currency Conundrum*, Reunión organizada por el Woodrow Wilson Center, 11 de enero, en línea.
- IIF [2010], "Capital flows to emerging market economies", *IIF Research Note*, Institute of International Finance, 15 de abril.
- International Remittances Conference [2009], <[http://www.g8italia2009.it/G8/Home/News/G8-G8\\_Layout\\_locale-1199882116809](http://www.g8italia2009.it/G8/Home/News/G8-G8_Layout_locale-1199882116809)>, noviembre.
- Jaffee, Dwight, Anthony Lynch, Stijn Van Nieuwerburgh y Matthew Richardson [2008a], "Mortgage origination and securitization in the financial crisis", Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- \_\_\_\_, Stijn Van Nieuwerburgh, Matthew Richardson, Lawrence White y Robert Wright [2008b], "What to do about the go-

- vernment sponsored enterprises”, Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- James, Harold [2009], *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.
- Jónsson, Ásgeir [2009], *Why Iceland?*, Estados Unidos, McGrawHill.
- Khang, Hyun-Sung [2009], “Surviving the third wave”, *Finance and Development*, FMI, vol. 46, núm. 4, diciembre, pp. 26-29.
- Kindleberger, Charles P. [1991], *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*, Barcelona, Ariel sociedad económica.
- Kirkegaard, Jacob Funk [2010], “Greece-austerity will not be enough but other reforms can help”, *Real Time Economic Issues Watch*, Nueva York, Peterson Institute for International Economics, 9 de abril.
- Kregel, Jan [2008], “Minsky’s cushions of safety. systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market”, *Public Policy Brief*, núm. 93, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Krugman, Paul [2009], “¿Cómo pudieron equivocarse tanto los economistas?”, *El País*, Negocios, Madrid, <<http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/pudieron/equivocarse/economistas/elpepuec>>, 13 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009], “Misión no cumplida”, *El País*, Negocios, <<http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/Mision/cumplida/elpepuec/20091004elpais.com>>, 4 de octubre.
- La Découverte [2008], *Comprendre la finance contemporaine*, núm. 3, marzo.
- Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti [2005], “A global perspective on external position”, NBER Documento de Trabajo núm. 11589, Cambridge, MA., NBER, septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2006], “Europe and global imbalances”, *Economic Policy Panel del CEPR*, septiembre.
- Lee, Jaewoo, Pau Rabanal y Damiano Sandry [2010], “U.S. Consumption after the 2008 crisis”, Staff Position Note SPN/10/01, Washington, DC, FMI.

- Litan, E. Robert [1994], "The relative decline of banking: should we care?", *Proceedings*, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago, mayo, pp. 31-39.
- Mallaby, Sebastian [2010], *More Money than God*, Nueva York, The Penguin Press.
- Mallet, Victor [2010], "Support for Zapatero crumbles", *Financial Times*, 7 de febrero.
- Mattingly, Phil y Patrick O'Connor [2010], "Financial overhaul is law, now comes battle over its rules", *Bloomberg*, 21 de julio.
- McTaggart, Christopher Findlay y Michael Parkin [2009], "The state of economics", <<http://www.eastasiaforum.org>>, 21 de mayo.
- Mendoza, Enrique G., Vincenzo Quadrini y José Víctor Ríos-Rull [2007], "*Financial integration, financial deepness and global imbalances*", NBER Documento de trabajo núm. 12909, Londres, NBER, febrero.
- Meyer, Lawrence H. [2004], *A Term at the Fed: An Insider's View*, Nueva York, Harper Collins Publishers.
- Mongelli, Francesco Paolo [2010], "On the benefits and costs of a monetary union", CEPR Policy Insight núm. 46, Londres, Centre for Economic Policy Research, marzo.
- Naciones Unidas [2009a], *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, Nueva York, Naciones Unidas, 21 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009b], Informe del Grupo de Trabajo sobre el desfase en el logro de los objetivos de desarrollo del milenio, Fortalecer la alianza mundial para el desarrollo en una época de crisis, Nueva York, Naciones Unidas, <[http://www.un.org/esa/policy/mdggap/mdg8report\\_spw.pdf](http://www.un.org/esa/policy/mdggap/mdg8report_spw.pdf)>, septiembre.
- Obama, Barack [2010], "Primer mensaje a la nación", <[www.elpais.com](http://www.elpais.com)>, 20 de enero.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. [2004], "The unsustainable U.S. current account position revisited", NBER Documento de trabajo núm. 10869, Cambridge, MA., NBER, noviembre.
- Ocampo, José Antonio [2009], "La crisis económica global: impactos e implicaciones para América Latina", *Nueva Sociedad*,

- Caracas, Fundación Friedrich Ebert, núm 224, noviembre-diciembre.
- OCDE [2009a], Gobierno de un vistazo, <<http://www.sourceoecd.org/books/16080246/governance>>, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, París, OCDE.
- \_\_\_\_\_ [2009c], *Economic Outlook*, París, OCDE, junio.
- \_\_\_\_\_ [2009d], *Harmonised Unemployment Rates*, París, OCDE, diciembre.
- OIT [2009a], *Tendencias mundiales del empleo*, Ginebra, OIT, enero.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *Informe mundial sobre salarios: actualización de 2009*, Ginebra, OIT, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “De una crisis a otra: el impacto de la crisis alimentaria mundial sobre el trabajo digno”, <[http://www.ilo.org/global/About\\_theILO/Media\\_and\\_public\\_information/Feature\\_stories](http://www.ilo.org/global/About_theILO/Media_and_public_information/Feature_stories)>.
- \_\_\_\_\_ [2009d], “Para recuperarse de la crisis: un pacto mundial para el empleo”, Conferencia Internacional del Trabajo, 98a reunión, Ginebra, OIT, 19 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2010], “Accelerating a job-rich recovery in G20 countries: building on experience”, <[http://www.ilo.org/public/libdoc/jobcrisis/download/g20\\_report\\_accelerating\\_es.pdf](http://www.ilo.org/public/libdoc/jobcrisis/download/g20_report_accelerating_es.pdf)>.
- OIT/OMC [2009], *La globalización y el empleo en el sector informal en los países en desarrollo*, Ginebra, OIT, 12 de octubre.
- OMC [2009], *Annual Report*, Ginebra, OMC, octubre.
- OMC-OCDE-UNCTAD [2009], “Report on G-20 trade and investment measures”, pdf, <[http://www.unctad.org/en/docs/wto\\_oecd\\_unctad2009](http://www.unctad.org/en/docs/wto_oecd_unctad2009)>.
- Panitchpakdi, Supachai [2010], “Radical reform of world financial system now imperative”, Exim Bank’s Commencement Day Annual Lecture, *Reconstructing Economic Governance: and Agenda for Sustainable Growth and Development*, Mumbai, India, UNCTAD, <<http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=5358&lang=1>>.
- Pisani-Ferry, Jean y Adam S. Posen [2009], *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Nueva York, Peter G. Peterson Institute for International Economics.

- Portugal, Murilo [2010], “Recovering from the global crisis: exit policies and challenges ahead”, *Keynote Address*, Sydney, Australia, FMI, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/030310.htm>>, 2 de marzo.
- Posen, Adam S. [2009a], “The Obama stimulus program: will it work?”, *Peterson Perspectives, Interviews on Current Topics*, Peterson Institute for International Economics, entrevista por Steve Weisman, 13 de enero, en línea.
- \_\_\_\_\_ [2009b], “Making capital rules work”, <<http://www.iie.com/publications/oped.cfm?ResearchID=1297>>, 16 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “How to prevent an unruly rush for the exit?”, Nueva York, Peterson Institute for International Economics, <<http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=1294>>, 17 de septiembre.
- Pozzi, Sandro [2009], “GM renace más pequeña y flexible para adaptarse al mercado”, *El País*, Economía, 11 de julio, p. 22.
- Reinhart, Carmen M. y Vincent R. Reinhart [2001], “What hurts most: g-3 exchange rate or interest rate volatility”, Sebastian Edwards y Jeffrey Frankel (eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 73-99.
- \_\_\_\_\_ y Kenneth Rogoff [2009], *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Nueva Jersey, Princeton University Press.
- Reinoso, José y Sandro Pozzi [2010], “El yuan tensa las relaciones EEUU-China”, *El País*, Negocios, 4 de abril, pp. 2-4.
- Richardson, Matthew y Lawrence White [2008], “The rating agencies”, Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Rodrik, Dani [2006], “How does capital account liberalization affect economic growth?”, IMF Center Economic Forum, 10 de noviembre, en línea.
- Rogoff, Kenneth [2003], “No a las propuestas grandiosas. La coordinación reglamentada de las políticas monetarias del dólar, el yen y el euro no justifican los riesgos ni los costos”, *Finanzas y Desarrollo*, Washington, DC, FMI, vol. 40, núm. 1, pp. 56-57.



- \_\_\_\_\_ [2009a], “¿De crisis financiera a crisis de la deuda?”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff60/Spanish>>, 12 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009], “El problema de China con el dólar”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff61/Spanish>>, octubre.
- Rogoff, Kenneth y Carmen M. Reinhart [2010], “From financial crash to debt crisis”, NBER Documento de trabajo núm. 15795, <<http://nber.org/papers/w15795>>, marzo.
- Roubini, Nouriel [2008], “¿Ha llegado el estancamiento global con deflación?”, <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>, diciembre.
- \_\_\_\_\_ [2009a], “¿Retoños verdes o hierba amarillenta?”, *Project Syndicate*, Nueva York, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini13/Spanish>>, 9 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009b], “Getting the plan right is crucial. Errors would heighten the threat of a double-dip recession”, CTVglobemedia Publishing Inc., <<http://www.theglobeandmail.com/news/opinions/desperately-seeking-an-exit-strategy>>, 17 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “Historia de dos economías americanas”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini19/Spanish>>, 19 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [2009d], “Ganancia financiera, dolor económico”, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini14/Spanish>>.
- \_\_\_\_\_ [2009e], “Juegos de siglas emergentes”, *Project Syndicate*, Nueva York, 26 de octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009f], “¿Una recuperación fantasma?”, *Los Tiempos*, Nueva York, <<http://www.lostiempos.com>>, 17 de agosto.
- \_\_\_\_\_ y Brad Setser [2005], “Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006”, manuscrito citado por Mendoza, Quadrini y Ríos-Rull, New York University y Oxford University.
- Sapir, Jacques [2009], “How far could the US dollar fall?”, RER, núm. 47, Edward Fullbrook, pp. 232-236, <<http://www.paecom.net/PAERreview/issue47,jacquessapir47.pdf>>, 3 de octubre.
- Satelinet [2009a], *Tendencias económicas y financieras*, México, Satelinet, año 23, vol. XXIII, núm. 1131, 22 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009b], *Tendencias económicas y financieras*, México, Satelinet, año 23, vol. XXIII, núm. 1138, 10 de agosto.

- Satelinet [2009c], “Noticias internacionales”, *Tendencias económicas y financieras*, México, Satelinet, año 24, núm. 1153, 23 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [2010], “Noticias internacionales”, *Tendencias económicas y financieras*, México, Satelinet, año 24, núm. 1172, 19 de abril.
- Saunders, Anthony, Roy Smith e Ingo Walter [2008], “Enhanced regulation of large complex financial institutions”, Acharya, Viral y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Nueva York, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Schinassi, Garry J. [2006], *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, Washington, DC, FMI.
- Sedesol [2009], <<http://www.google.com.mx/url?q=http://www.cedrssa.gob.mx>>.
- SELA [2010], *La reforma de la arquitectura financiera internacional, una visión latinoamericana y caribeña*, Caracas, SELA.
- Shachmurove, Yochanan [2010], *The Next Financial Crisis*, PIER Documento de trabajo núm 10.027, Pennsylvania, Penn Institute for Economic Research, Department of Economics, University of Pennsylvania, 6 de agosto.
- Skidelsky, Robert [2009], *Keynes, the Return of the Master*, Nueva York, Public Affairs.
- Soros, George [2008], *The New Paradigm for Financial Markets: the Credit Crisis of 2008 and What it Means*, Estados Unidos, Perseus Books Group.
- \_\_\_\_\_ [2009a], “Un plan para la recuperación”, <[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)>, 8 de febrero.
- \_\_\_\_\_ [2009b], “La banca estadounidense casi en bancarrota”, <[C.Alva.Expansion.com](http://C.Alva.Expansion.com)>, 6 de octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “Sin permisos para matar”, *Project Syndicate*, <[www.project-syndicate.org/](http://www.project-syndicate.org/)>, 22 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2009d], “Una nueva estructura mundial”, *Project Syndicate*, <[www.project-syndicate.org/](http://www.project-syndicate.org/)>, noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2010), “Anatomy of crisis - the living history of the last thirty years: economic theory, politics and policy”, Institute for New Economic Thinking, Conference, King’s College, Cambridge, Reino Unido, 9 de abril.

- Stiglitz, Joseph E. [2009a], “Estimular o morir”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz115/Spanish>>, 21 de agosto.
- \_\_\_\_\_ [2009b], “Borlaug y los banqueros”, *Project Syndicate*, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz117/Spanish>>, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009c], “La exuberancia irracional ha vuelto a los mercados”, <<http://www.elpais.com/articulo/economia/Stiglitz/avisa/nueva/exuberancia/Bolsas/elpais>>, 6 de octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009d], “Crisis mundial, protección social y empleo”, *Revista Internacional del Trabajo*, Ginebra, OIT, vol. 128, núms. 1-2, pp. 1-15.
- \_\_\_\_\_ [2010], “No es momento para una guerra comercial”, *Project-Syndicate*, Nueva York, <<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz124/Spanish>>, 6 de abril.
- Summers, L.H. [2004], “The United States and the global adjustment process”, discurso en la Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture, Institute for International Economics, 23 de marzo.
- Tanner, Evan y Yasser Abdih [2009], “Rebuilding U.S. wealth”, *Finance & Development*, Washington, DC, FMI, vol. 46, núm. 4, diciembre, pp. 23-25.
- The Steady Upturn Trend of National Economy Further Strengthened, <[newsandcomingevents/t20091022\\_402595245.htm](http://newsandcomingevents/t20091022_402595245.htm)>.
- The Conference Board, <<http://www.conference-board.org/economics/ConsumerConfidence>>.
- The Economist* [2009a], “The end is night (again)”, <[Economist.com](http://Economist.com)>, 1 de octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009b] “Dishdashed”, <[Economist.com](http://Economist.com)>, 3 de diciembre.
- Tobias, Adrian y Shin Hyun Song [2009], “Le système bancaire parallèle: implications pour la régulation financière”, Banque de France, *Revue de la stabilité*, <[www.banque-france.fr/fr/publications/.../rsf/.../etude01\\_rsf\\_0909.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/.../rsf/.../etude01_rsf_0909.pdf)>.
- Truman, Edwin M. [2009], *Pittsburgh Priorities*, Real Time Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, <<http://www.iie.com/realtime/?p=928>>, 8 de septiembre.

- Truman, Edwin M. [2010], *Sovereign Wealth Funds, Threat or Salvation?*, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics.
- UNCTAD [2009a], *Trade and Development Report*, Ginebra, octubre.
- \_\_\_\_\_ [2009b], "Information Economy Report", Suiza, <<http://www.unctad.org>>, septiembre.
- U.S. Department of Labor [2009], "The employment situation", *Economic News Release*, Bureau of Labor Statistics, enero.
- Vial, Joaquín [2009], "Diagnóstico de la vulnerabilidad de los sistemas bancarios en América Latina", *BBVA Sistema Financiero Latinwatch, Servicio de Estudios Económicos*, marzo, pp. 22-28, en línea
- Warnock, Francis E. [2006], "How might a disorderly resolution of global imbalances affect global wealth?", Documento de trabajo 06/170, Washington, DC, FMI, julio.
- \_\_\_\_\_ y Veronica Cacadac Warnock [2006], "International capital flows and U.S. interest rates", Documento de trabajo 12560, Cambridge, MA., National Bureau of Economic Research, octubre.
- Weidner, David [2010], "Volcker and reform defeated", *Bloomberg News*, 3 de febrero, en línea.
- Weill, Sanford I. y Judah S. Kraushaar [2009], "Six steps to revitalize the financial system", Nueva York, *The Wall Street Journal*, 25 de octubre.
- White, Lawrence H. [1993], *The Crisis in American Banking*, Nueva York, New York University Press.
- White, William [2010], "Anatomy of crisis - the living history of the last thirty years: economic theory, politics and policy?", Institute for New Economic Thinking, conferencia, King's College, Cambridge, Reino Unido, 9 de abril.
- Wolf, Martin [2008], *Fixing Global Finance*, Estados Unidos, The Johns Hopkins University Press.
- \_\_\_\_\_ [2009], "The challenges of managing our post-crisis world", *Financial Times*, 29 de diciembre.
- \_\_\_\_\_ [2010], "The world economy has no easy way out of the mire", *Financial Times*, 24 de febrero.

- Worth, Robert F., Heather Timmons y Landon Thomas Jr. [2009], “Crisis puts focus on dubai’s complex relationship with Abu Dhabi”, *The New York Times*, Nueva York, 30 de noviembre.
- Xiaoming, Liu [2010], “China is hoping for spirit of co-operation at G20 summit”, <[guardian.co.uk](http://guardian.co.uk)>, Guardian News and Media Limited, 11 de noviembre.
- Xie, Ye y Matt Townsend [2009], “Dollar falls to lowest versus euro in 2009 as stocks rally”, <[Bloomberg.com](http://Bloomberg.com)>, 8 de septiembre.
- Zamil, S. Raihan [2009], “Too big to ignore”, *Finance & Development*, Washington, DC, FMI vol. 46, núm. 4, diciembre, pp. 41-44.
- Zoellick, Robert [2009], “El Grupo del Banco Mundial después de la crisis”, <<http://go.worldbank.org/L7YGHRSJN0>>.
- \_\_\_\_\_ [2010], “The G20 must look beyond Bretton Woods II”, *Financial Times*, <<http://www.ft.com/cms/s/0/5bb39488-ea99-11df-b28d-00144feab49a.html#axzz151FGgTq1>>, 7 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [2010a], “¿El fin del Tercer Mundo? Modernización del multilateralismo para un mundo multipolar”, *Noticias*, Washington, DC, Banco Mundial.

*Sistema financiero, desequilibrios globales y regulación* es una obra del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. Se terminó de imprimir el 15 de abril de 2011. Se tiraron 300 ejemplares en impresión digital en los talleres de Publidisa, S. A. de C. V., Calzada Chabacano 69, planta alta, col. Asturias, México, D. F. La formación tipográfica estuvo a cargo de Irma Martínez Hidalgo, se utilizaron tipos Goudy Oldstyle de 11:13, 10:12, 9:11 y 8:10, sobre papel cultural de 90 gr y los forros en cartulina sulfatada de 240 gr. El cuidado de la edición estuvo a cargo de Héliida De Sales Yordi.