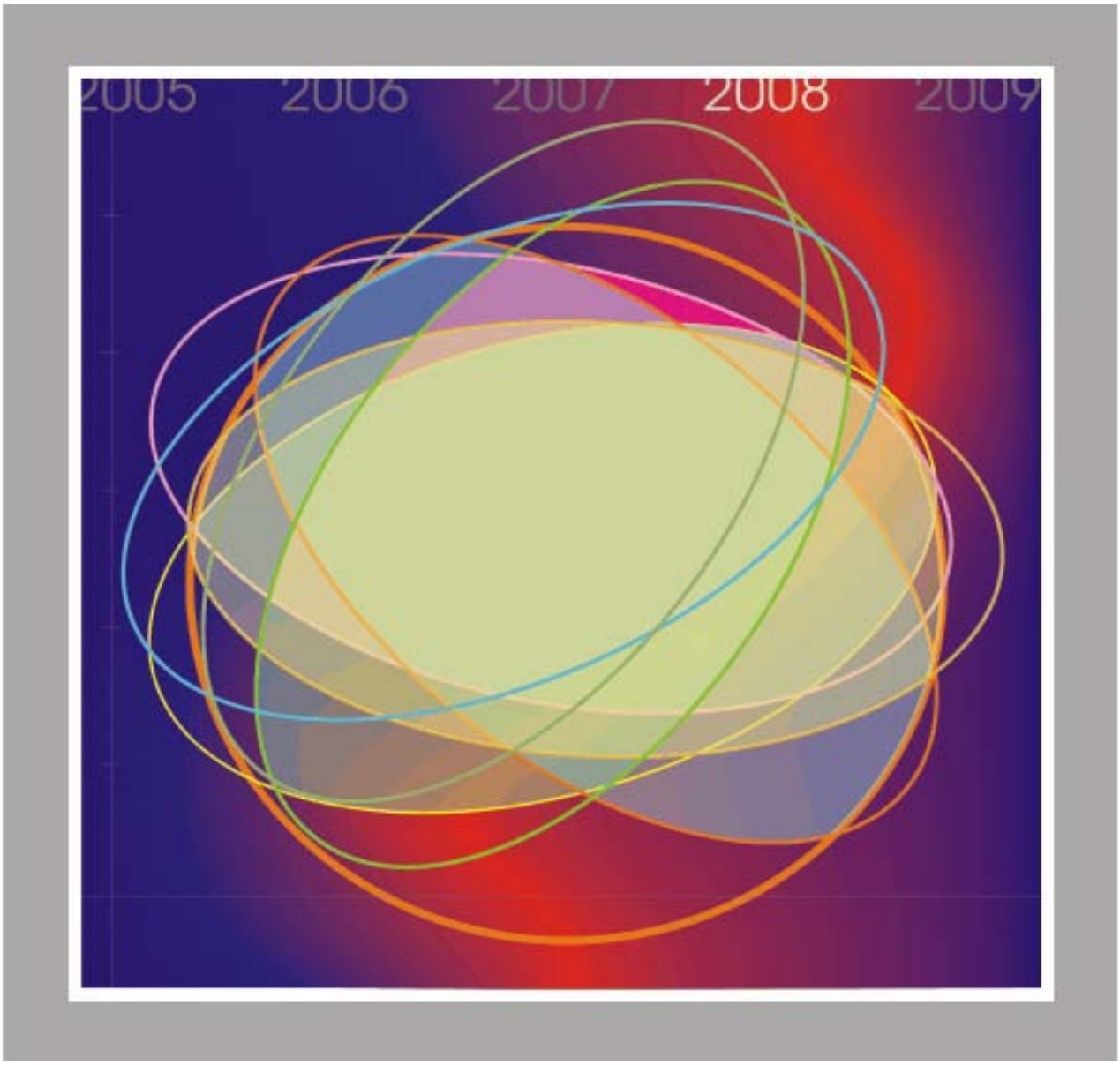
CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2008

Precios de los productos básicos, flujos de capital y financiación de la inversión

NACIONES UNIDAS

PROHIBIDA LA DIVULGACIÓN
El contenido del presente *Informe* no podrá ser citado ni resumido por la prensa, la radio, la televisión ni los medios electrónicos antes de las **17.00 horas (hora media de Greenwich) del 4 de septiembre de 2008**



CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO
GINEBRA

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2008

Informe de la secretaría de la
Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

NACIONES UNIDAS
Nueva York y Ginebra, 2008

Nota

- Las signaturas de los documentos de las Naciones Unidas se componen de letras mayúsculas y cifras. La mención de una de estas signaturas indica que se hace referencia a un documento de las Naciones Unidas.

- Las denominaciones empleadas en esta publicación y la forma en que aparecen presentados los datos que contiene no implican, de parte de la Secretaría de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

- El material contenido en esta publicación puede citarse o reproducirse sin restricciones siempre que se indique la fuente y se haga referencia al número del documento. Debería remitirse a la secretaría de la UNCTAD un ejemplar de la publicación en que aparezca el material citado o reproducido.

UNCTAD/TDR/2008

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS

Nº de venta: S.08.II.D.21

ISBN 978-92-1-312350-8
ISSN 0257-8093

Copyright © Naciones Unidas, 2008
Reservados todos los derechos

Índice

Página

Notas explicativas ..... *xi*
Siglas ..... *xii*
PANORAMA GENERAL ..... *I-XIV*

Capítulo I

TENDENCIAS Y CUESTIONES ACTUALES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL *1*

A. Crecimiento y comercio mundiales *1*
B. Repercusiones de la crisis hipotecaria *4*
C. Desequilibrios económicos mundiales y tipos de cambio *6*
D. Medidas macroeconómicas en respuesta al gran auge de los productos básicos *10*
1. Las fluctuaciones de los precios de los productos básicos y el riesgo de inflación *10*
2. Una respuesta de política macroeconómica eficaz y mesurada *13*

Notas *14*
Bibliografía *14*

Anexo del capítulo I *15*

Página

Capítulo II

AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS E INESTABILIDAD 19

A. Introducción 19
B. Tendencias recientes de los precios de los productos básicos y relación de intercambio 20
1. Tendencias de los precios de los productos básicos 20
2. Relación de intercambio 28
C. La crisis mundial de los alimentos 32
1. Aumento vertiginoso de los precios de los alimentos en 2007 y 2008 32
2. El impacto del alza de los precios mundiales de los alimentos 34
3. Consecuencias normativas de la crisis alimentaria 37
D. El persistente problema de la inestabilidad en los mercados de productos básicos 38
1. Antecedentes 38
2. Dependencia de los productos básicos y volatilidad de los precios 39
3. Medidas para hacer frente a la inestabilidad de los precios de los productos básicos 43
4. Inestabilidad de los precios de los productos básicos y coherencia en materia de políticas 46
Notas 49
Bibliografía 51

Capítulo III

CORRIENTES INTERNACIONALES DE CAPITAL, BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO 55

A. Introducción 55
B. Evolución reciente de la cuenta corriente en los países en desarrollo 56
C. Determinantes de las oscilaciones de la cuenta corriente 60
1. Ejemplos de inversión de la cuenta corriente después de una crisis 60
2. Factores que influyen en la inversión de la balanza por cuenta corriente 64
D. Capital extranjero y crecimiento 69
1. Modelos económicos convencionales del ahorro y el desarrollo 69
2. Un modelo alternativo del ahorro y la inversión 74
E. Consecuencias para la política económica 76
1. Las políticas macroeconómicas 76
2. Necesidad de la coordinación internacional de políticas 77
Notas 80
Bibliografía 82

Página

Anexo del capítulo III

Análisis econométrico de los determinantes de la inversión expansiva y contractiva de la cuenta corriente 83

Capítulo IV

FUENTES INTERNAS DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN DESTINADA A MEJORAR LA CAPACIDAD PRODUCTIVA 91

A. Introducción 91
B. Principales fuentes de financiación de las inversiones 92
1. Función de los beneficios empresariales 92
2. Financiación externa de las inversiones empresariales 95
3. Financiación de las inversiones y asimetrías de información 98
C. Las reformas financieras de las economías en desarrollo y en transición 100
D. Los resultados de las reformas y la evolución de los mercados financieros 104
1. Las crisis financieras y la reestructuración del sector bancario 104
2. La evolución del crédito bancario 108
3. Mercados de capitales 115
4. Financiación externa 122
5. La financiación de la inversión desde la perspectiva de la empresa 124
E. Lecciones y recomendaciones en materia de políticas 128
Notas 131
Bibliografía 135

Capítulo V

ASISTENCIA OFICIAL PARA EL DESARROLLO EN LA PERSPECTIVA DE LOS ODM Y DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO 139

A. Introducción 139
B. Fundamento de la AOD 140
C. Tendencias recientes de la AOD 142
1. Flujos agregados de AOD 142
2. Fuentes, categorías y distribución de la AOD 143
3. Relación entre el alivio de la deuda y otras formas de AOD 146

Página

D. Eficacia de la AOD ... *148*
1. El reciente debate sobre la eficiencia de la ayuda ... *148*
2. Eficacia de la AOD para el desarrollo ... *149*
3. Eficacia de la AOD para el cumplimiento de los ODM ... *151*
4. Eficacia de la ayuda, condiciones impuestas y buen gobierno ... *153*

E. Retos pendientes y nuevos ... *156*
1. Financiación del cumplimiento de los ODM y de otros objetivos ... *156*
2. Nuevas necesidades y nuevos instrumentos de financiación ... *157*

F. Conclusiones ... *160*

Notas ... *162*

Bibliografía ... *163*

Anexo del capítulo V

Detalles sobre estudios econométricos ... *167*

Capítulo VI

CUESTIONES ACTUALES RELACIONADAS CON LA DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO ... *177*

A. Introducción ... *177*

B. Evolución reciente de la deuda externa de los países en desarrollo ... *178*

C. Alivio de la deuda ... *183*

D. Sostenibilidad de la deuda ... *188*
1. Marcos uniformes para el análisis de la sostenibilidad de la deuda ... *188*
2. Sostenibilidad de la deuda externa ... *190*
3. Sostenibilidad de la deuda pública ... *190*
4. Interacciones entre la sostenibilidad externa y la sostenibilidad fiscal ... *192*

E. Cómo abordar el problema del impago de la deuda ... *193*

F. Conclusiones: recomendaciones en materia de políticas ... *195*

Notas ... *198*

Bibliografía ... *201*

Lista de cuadros

Cuadro		Página
1.1	Crecimiento de la producción mundial, 1991-2008	2
1.2	Volumen de las exportaciones e importaciones de mercancías, por región y grupo económico, 2002-2007	3
2.1	Precios mundiales de los productos básicos, 2002-2007	23
2.2	Influencia de las variaciones de la relación de intercambio y los pagos netos por concepto de ingresos en el ingreso nacional disponible de algunos grupos de países en desarrollo, promedio de 2004-2006	31
2.3	El comercio de productos alimentarios como porcentaje del PIB, por principales grupos de países, 2000-2007	35
2.4	Dependencia de los productos básicos por región geográfica, 1995-1998 y 2003-2006	41
3.1	Análisis de las inversiones de la cuenta corriente: resumen de las variaciones del crecimiento del PIB y del tipo de cambio real efectivo	65
3.2	Variaciones del tipo de cambio y de la relación de intercambio en episodios de inversión de la balanza por cuenta corriente, por tipo de episodio	68
3.A1	Determinantes de las inversiones de la cuenta corriente	85
3.A2	Determinantes de la inversión expansiva de la cuenta corriente	87
3.A3	Determinantes de la inversión contractiva de la cuenta corriente	88
4.1	Ahorro e inversión por hogares y empresas no financieras en determinadas economías y períodos	93
4.2	Cuota de mercado de los bancos, clasificados por régimen de propiedad, en determinadas economías, 1994-2007	106
4.3	Créditos bancarios concedidos al sector privado en las economías en desarrollo y en transición, por región, 1990-2007	109
4.4	Composición del crédito bancario al sector privado en determinadas economías, 1990, 2000 y 2007	113
4.5	Indicadores de la financiación bancaria en determinadas regiones, 1995-2007	115
4.6	Préstamos improductivos y rentabilidad sobre los activos, en determinadas regiones, 2000-2007	118
4.7	Indicadores de las bolsas de algunas economías en desarrollo y en transición, por región, 2006	121
4.8	Financiación externa de empresas de algunas economías en desarrollo y en transición, por tipo, promedio de 1998-2006	124
4.9	Fuentes de financiación de la inversión, algunos grupos de países, 2002-2006	126
4.10	Fuentes de financiación de la inversión, determinados países, 1999-2006	127
5.1	Saldos por cuenta corriente: variación entre 1992-1996 y 2002-2006	141
5.2	Porcentaje de los gastos del gobierno central cubiertos por la ayuda, 2002-2006	142
5.3	Principales tipos de AOD, promedios de 2000-2002 y 2004-2006	143
5.A1	Efecto de la AOD desglosada en el crecimiento económico	168
5.A2	Resultados de la regresión con variable dependiente: AOD del donante no relacionada con el alivio de la deuda, como porcentaje de su INB	170
5.A3	Resultados de la regresión con variable dependiente: AOD recibida por los PPME no relacionada con el alivio de la deuda, 1996-2006	171
5.A4	Resultados de la regresión con variable dependiente: AOD recibida por los PPME una vez deducido el alivio de la deuda, 2000-2006	172
6.1	Indicadores de la deuda de los países en desarrollo, 1980-2007	181
6.2	Composición de la deuda externa en los países en desarrollo, 1980-2007	182

Lista de gráficos

Gráfico		Página
1.1	Balanza por cuenta corriente y tipo de cambio efectivo real en Europa oriental y la Federación de Rusia, 1996-2007	7
1.2	Precio nominal y real del petróleo crudo, enero de 1970-junio de 2008	11
1.3	Costo laboral unitario, remuneración del trabajo, productividad e índice de precios al consumidor en determinados grupos de países, 2000-2007	12
2.1	Índices mensuales de precios de los productos básicos por grupos de productos, enero de 1995 a mayo de 2008	21
2.2	Relación neta de intercambio de trueque, algunos países, 2000-2007	30
2.3	Consumo, producción, existencias y precios mundiales de los cereales	33
2.4	Volatilidad de los precios de los productos básicos distintos de los combustibles y del petróleo crudo en comparación con las manufacturas	42
3.1	Balanza por cuenta corriente en países en desarrollo y desarrollados, y en economías emergentes de Europa, 1980-2007	57
3.2	Balanza por cuenta corriente de las economías en desarrollo y en transición por región, 1980-2007	58
3.3	Corrientes de capital, balanza por cuenta corriente y variaciones de las reservas de las economías en desarrollo y las economías en transición, por región, 1981-2007	59
3.4	Balanza por cuenta corriente y precios de los productos básicos de los países exportadores de petróleo y de productos minerales y mineros, 1980-2007	61
3.5	Inversión de la cuenta corriente, crecimiento del PIB y tipo de cambio real efectivo en algunos países	63
3.6	Principales variables económicas en torno a una inversión en la balanza por cuenta corriente	66
3.7	Determinantes de la probabilidad de inversión en la balanza por cuenta corriente	67
3.8	Determinantes de la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva de la balanza por cuenta corriente, economías en desarrollo y en transición	68
3.9	Relación entre el ahorro interno y el crecimiento del PIB per cápita, promedio para 1985-2005	74
3.10	Relación entre la balanza por cuenta corriente y el crecimiento del PIB per cápita, 1985-2005	75
3.11	Tipo de interés real a corto plazo y crecimiento del PIB en Asia y América Latina, 1986-2007	78
4.1	China: proporción del ahorro total, por sectores, 1992-2004	94
4.2	Créditos bancarios concedidos a los sectores privado y público en determinados países, 1990-2007	110
4.3	Total de préstamos bancarios, valor añadido y mano de obra correspondientes a la agricultura en algunas economías africanas	114
4.4	Capitalización del mercado bursátil en las economías en desarrollo y en transición, por región, 1995-2006	119
4.5	Bonos nacionales en circulación en los mercados emergentes por tipo de emisor: algunas regiones, 1993, 2000 y 2007	120
4.7	Préstamos del exterior a las empresas en las economías en desarrollo y en transición, por región, 1999-2006	123
5.1	Tendencias a largo plazo de la AOD, 1960-2006	143
5.2	Algunos tipos de AOD, 1990-2006	144
5.3	AOD menos alivio de la deuda y ayuda al Afganistán y al Iraq, 2000-2006	144
5.4	PIB y AOD per cápita, promedio de 2004-2006	145
4.6	Préstamos del exterior a empresas en las economías en desarrollo y en transición, por tipo, 1998-2006	123
5.5	Composición de la AOD total, por sectores principales, 1990-2006	145

Gráfico Página

5.6 Desembolsos y promesas estimadas de AOD, 2004-2010 146
5.7 Evolución de la AOD bilateral, 1990-2006 149
5.8 Formación bruta de capital fijo y AOD a sectores económicos per cápita, promedio de 2004-2006 151
5.9 Composición de la AOD para el desarrollo por principales categorías, 1990-2006 152
5.10 Composición de la AOD social por principales subcategorías, 1990-2006 152
5.11 Índices de desarrollo humano de los países y AOD social per cápita 153
5.12 Puntuaciones de las CPIA y AOD per cápita 155
5.13 Necesidades de financiación de los ODM, desembolsos de AOD y compromisos estimados de AOD, 2000-2015 157
6.1 Evolución de la deuda externa en los países en desarrollo, 1970-2006 179
6.2 Descomposición de las variaciones en la relación entre deuda e INB en los países en desarrollo, 1971-2006 179
6.3 Medidas alternativas de la relación deuda e INB de los países en desarrollo, 1970-2006 182

Lista de recuadros

Recuadro		Página
2.1	Formación de los precios de los productos básicos y especulación	*24*
3.1	Cuenta corriente y salidas netas de capital: definiciones	*58*
3.2	El fracaso del modelo neoclásico	*73*
4.1	Tendencias de los tipos de interés, inflación y crecimiento	*116*
5.1	Estudios de la relación entre ayuda y crecimiento	*150*
6.1	Valor nominal y valor actual neto del alivio de la deuda	*184*
6.2	Reducción de la deuda en el marco de la Iniciativa para los PPME y la IADM	*185*

Notas explicativas

Clasificación por grupos de países o productos

La clasificación de países utilizada en este *Informe* se ha adoptado exclusivamente por razones estadísticas o para facilitar los análisis y no implica necesariamente juicio alguno acerca del nivel del desarrollo de ningún país o zona.

Las principales agrupaciones de países utilizadas en este *Informe* se ajustan a la reclasificación de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas (UNSO):

- Países desarrollados o industriales o industrializados: los países miembros de la OCDE (excepto México, la República de Corea y Turquía) más los nuevos países miembros de la Unión Europea e Israel.
- La categoría integrada por Europa sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) sustituye a las que antes se denominaban "economías en transición".
- Países en desarrollo: todos los países, territorios y zonas no especificados más arriba.

Los términos "país"/"economía" se aplican también, a territorios o zonas, según el caso.

Las referencias que se hacen a "América Latina" en el texto o en los cuadros incluyen a los países del Caribe, a menos que se indique otra cosa.

Las referencias que se hacen a "África subsahariana" en el texto o en los cuadros incluyen a Sudáfrica, a menos que se indique otra cosa.

Salvo indicación en contrario, las agrupaciones regionales y las clasificaciones por grupos de productos utilizadas en el presente *Informe* para fines estadísticos siguen en general las empleadas en el *UNCTAD Handbook of Statistics 2006-07* (publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E/F.07.II.D.2). Los datos correspondientes a China no incluyen a la Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong), a la Región Administrativa Especial de Macao ni a la Provincia china de Taiwán.

Otras notas

Las referencias que se hacen en el texto al *TDR* corresponden al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* (de un determinado año). Por ejemplo, el *TDR 2007* corresponde al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007* (publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.07.II.D.11).

Por "dólares" ($) se entiende dólares de los Estados Unidos de América, a menos que se indique otra cosa.

Por "toneladas" se entiende toneladas métricas.

Las tasas anuales de crecimiento y variación son tasas compuestas.

Las exportaciones se valoran f.o.b. y las importaciones c.i.f., a menos que se indique otra cosa.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 1988-1990, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 2000/01, significa un ejercicio fiscal o un año agrícola.

Un punto (.) indica que los datos no se aplican.

Dos puntos (..) indican que los datos faltan o no constan por separado.

El guión (-) o el cero (0) indican que la cantidad es nula o insignificante.

El signo más (+) delante de una cifra indica un aumento; el signo menos (-) delante de la cifra indica una disminución.

La suma de los datos parciales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque se han redondeado las cifras.

Siglas

ACP	Estados de África, el Caribe y el Pacífico
AIF	Asociación Internacional de Fomento
AOD	Asistencia Oficial para el Desarrollo
BCE	Banco Central Europeo
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAC	Cláusula de acción colectiva
CAD	Comité de Ayuda al Desarrollo
CCG	Consejo de Cooperación del Golfo
CEI	Comunidad de Estados Independientes
CIPA	Convenio internacional sobre productos básicos
CPIA	Evaluación de las políticas e instituciones nacionales
DEG	Derechos especiales de giro
DELP	Documento de estrategia de lucha contra la pobreza
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación
FMI	Fondo Monetario Internacional
GDF	Global Development Finance (base de datos del Banco Mundial)
I + D	Investigación y desarrollo
IADM	Iniciativa de Alivio de la Deuda Multilateral
INB	Ingreso nacional bruto

IPC	Índice de precios al consumidor
MRDS	Mecanismo de reestructuración de la deuda soberana
NEI	Nuevas economías industrializadas
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
ODM	Objetivos de Desarrollo del Milenio
OMC	Organización Mundial del Comercio
ONG	Organización no gubernamental
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PGP	Pública y con garantía pública
PMA	Países menos adelantados
PNB	Producto nacional bruto
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
PPA	Paridad de poder adquisitivo
PPME	Países Pobres Muy Endeudados (también Iniciativa de los PPME)
SFC	Servicio de Financiamiento Compensatorio (del FMI)
TDR	Informe sobre el Comercio y el Desarrollo
TIC	Tecnología de la información y comunicaciones
UE	Unión Europea
UNCTAD	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo
VAC	Valor actual neto

PANORAMA GENERAL

Desde 1999 muchos países en desarrollo han conseguido importantes mejoras en sus cuentas con el exterior, llegando a registrar en total un superávit en sus balanzas por cuenta corriente. El resultado ha sido que este grupo de países se han convertido en exportadores netos de capitales a los países desarrollados. Muchos de ellos, en particular algunos que han experimentado un rápido crecimiento económico gracias a sus exportaciones de productos manufacturados, se encuentran en esta situación por haber sabido integrarse con éxito en la economía mundial y reorientado sus políticas macroeconómicas adoptando unos tipos de cambio más competitivos. En otros países, el aumento sustancial de los ingresos derivados de la exportación de productos básicos ha permitido también reforzar sus cuentas corrientes.

Pero la situación es frágil: la incertidumbre y la inestabilidad reinantes en los mercados internacionales de capitales, divisas y productos básicos, junto con las dudas existentes acerca de la orientación de la política monetaria de algunos de los principales países desarrollados, ensombrecen las perspectivas de la economía mundial y podrían entrañar considerables riesgos para el mundo en desarrollo. Muchos países en desarrollo que en los últimos años han visto mejorar su relación de intercambio siguen siendo muy vulnerables ante una posible y prolongada desaceleración mundial y el fin del gran auge de los productos básicos. Algunos de esos países deben soportar ya la pesada carga que supone el aumento de los precios de sus importaciones netas de alimentos y energía, en particular para los segmentos más pobres de la población, lo que puede dar al traste con los progresos realizados para alcanzar los objetivos de desarrollo del Milenio fijados por las Naciones Unidas en el año 2000.

Por este motivo, las políticas de desarrollo tienen que seguir centrándose en la diversificación y en una industrialización sostenida y basada en una mayor inversión en nueva capacidad de producción, sobre todo en la agricultura y en el sector manufacturero, y en la financiación adecuada, segura y rentable de esa inversión. La experiencia reciente de varios países en desarrollo de rápido crecimiento enseña que, desde una perspectiva macroeconómica, eso no requiere siempre un déficit por cuenta corriente -es decir, una entrada neta de capital- siempre que la política monetaria y el sistema financiero del país ofrezcan condiciones favorables para la financiación a largo plazo de empresas privadas. Muchos países en desarrollo deberían intentar mejorar en especial las condiciones para la reinversión de los beneficios empresariales y potenciar el papel que desempeña el sector bancario en la financiación de la inversión. Con todo, algunos de los países más pobres que no son capaces de incrementar rápidamente los ingresos de exportación a causa de deficiencias estructurales siguen dependiendo de la llegada de capital extranjero para financiar la importación de bienes de capital esenciales. Esto significa que habrá que seguir aumentando la asistencia oficial para el desarrollo (AOD), no sólo con el fin de cubrir el déficit actual de financiación para ayudar a alcanzar los objetivos del desarrollo social y humano del Milenio, sino también para contribuir a generar un mayor crecimiento de la renta per cápita y del empleo que permita sostener el desarrollo más allá del plazo fijado para los objetivos de desarrollo del Milenio, o sea el año 2015.

Perspectiva mundial: una desaceleración en los países desarrollados y mayores riesgos para los mercados financieros y de productos básicos

Las turbulencias financieras que estallaron en agosto de 2007, los aumentos sin precedentes del precio del petróleo y la posibilidad de una política monetaria más restrictiva en varios países auguran dificultades para la economía mundial en 2008 y 2009. El impacto de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) ha rebasado ampliamente las fronteras de los Estados Unidos, provocando una contracción generalizada de la liquidez y el crédito. Y los precios récord de los productos básicos, alimentados en parte por una especulación que ha pasado de los instrumentos financieros a los mercados de productos básicos, crean dificultades aún mayores a las autoridades que intentan evitar una recesión manteniendo al mismo tiempo la inflación bajo control. La situación podría complicarse aún más si fuertes variaciones en los tipos de cambio de las principales divisas exacerban la agitación de los mercados financieros, riesgo que ha ido en aumento durante el primer semestre de 2008.

En estas circunstancias de gran incertidumbre, se prevé que en 2008 la producción total de la economía mundial aumente alrededor de un 3%, casi un punto porcentual menos que en 2007, y en el conjunto de los países desarrollados es probable que el crecimiento del PIB no supere la mitad de esa cifra. En cambio, cabe esperar que el crecimiento económico de los países en desarrollo mantenga su pujanza, situándose por encima del 6%, de resultas de la dinámica relativamente estable de la demanda interna de varios grandes países en desarrollo. Sin embargo, la posible aplicación de políticas monetarias restrictivas en respuesta a la presión ejercida por el aumento de los productos básicos sobre el índice general de precios podría provocar perfectamente una nueva desaceleración del crecimiento tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo.

Las perspectivas de gran número de estos últimos países dependen sobre todo de la evolución futura de los precios de los productos básicos que exportan. Aunque varios factores estructurales hacen pensar que los precios se mantendrán a un nivel más elevado que durante los 20 últimos años, los factores cíclicos y la respuesta retardada de la oferta podrían hacer caer los precios de algunos productos, sobre todo si se tiene en cuenta el impacto de la especulación. Del mismo modo que ésta ha acelerado el movimiento al alza de los precios, puede acelerar también eventuales movimientos a la baja. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si durante el año es preciso corregir a la baja los pronósticos sobre el crecimiento mundial de la demanda debido a la continuación de las turbulencias financieras o a un cambio brusco de humor de los inversionistas ante posibles novedades en los mercados financieros, como un aumento de los tipos de interés o una recuperación de los mercados de valores. Además, si la crisis de liquidez se contagia al mercado de la deuda de los países emergentes, algunas economías en desarrollo y en transición -sobre todo de Europa oriental y Asia central- que arrastran un elevado nivel de deuda externa y mantienen elevados déficit por cuenta corriente, podrían tener que enfrentarse a un incremento de los costos de financiación y a problemas de servicio de la deuda.

Política monetaria: la divergencia puede alentar la especulación

El desplome de las hipotecas de alto riesgo en el mercado financiero más sofisticado del mundo ha puesto en evidencia la fragilidad del sector financiero mundial. En vez de reducir el riesgo, los complejos instrumentos financieros han servido para propagar los efectos de las inversiones de riesgo a través de los diversos países y mercados. La reciente crisis ha demostrado una vez más que la disciplina del mercado no resulta eficaz para prevenir episodios reiterados de "exuberancia irracional", cuando las empresas financieras pretenden obtener beneficios superiores al 10% de economías que crecen a un ritmo mucho menor. Y dado que las crisis financieras pueden tener importantes repercusiones en la economía real, las autoridades económicas no tienen otra opción que acudir al rescate de partes del sector financiero cuando es todo el sistema el que se ve amenazado. Pero esos rescates vienen a corroborar la necesidad de una reglamentación más estricta.

En la actualidad, el marco internacional de las políticas monetarias y cambiarias ofrece muchas oportunidades para desarrollar actividades especulativas que reportan grandes beneficios durante un período de tiempo limitado pero que en última instancia desestabilizan todo el sistema. La rápida liquidación de operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas (*carry trade*), con el fin de beneficiarse de las diferencias nominales existentes, constituye otra amenaza para el sistema financiero mundial. Las turbulencias financieras, las fuerzas especulativas que influyen en los incrementos y la inestabilidad de los precios de los productos básicos, y la incapacidad manifiesta de los mercados monetarios para modificar los tipos de cambio de manera que reflejen las tendencias de las balanzas por cuenta corriente, hacen pensar que existe la necesidad urgente de revisar el marco institucional de la economía mundial.

Los principales bancos centrales han evidenciado una considerable coherencia al responder a las crisis provocadas por las hipotecas de alto riesgo proporcionando liquidez a los bancos y las instituciones financieras afectados. Pero sus políticas monetarias son más divergentes que nunca. La Reserva Federal ha sido muy agresiva en la reducción de los tipos de interés, mientras que otros bancos centrales han actuado con mucha mayor moderación y algunos, como el Banco Central Europeo y los bancos centrales de varias economías de mercado emergentes, incluso han elevado dichos tipos. En vez de tranquilizar el sistema, estas divergencias pueden ser una invitación a seguir especulando en los mercados de divisas.

Desequilibrios mundiales: necesidad de una intervención internacional coordinada

Actualmente está en marcha un ajuste de algunos de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente que han caracterizado la economía mundial durante muchos años. Pero la continuación de esta tendencia depende casi exclusivamente de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y la depreciación del dólar, mientras que el proceso de ajuste tan sólo puede ser indoloro para el conjunto de la economía mundial si aumentan el gasto interno y las importaciones de las economías excedentarias.

Sin embargo, no todos los países excedentarios disponen del mismo margen para incrementar la demanda interna. En China, por ejemplo, eso es más difícil que en otros países, porque el consumo privado aumenta ya con rapidez y la economía está a punto de recalentarse. Con todo, la apreciación del yuan puede contribuir al ajuste mundial de las balanzas comerciales. Por otra parte, en Europa occidental (sobre todo en

Alemania) y en el Japón existe un margen mucho mayor para una expansión de la demanda interna. En general, es muy probable que se produzca un fuerte y prolongado declive de la economía mundial en la medida en que las autoridades económicas no se pongan de acuerdo acerca de la manera de afrontar los desequilibrios mundiales mediante una intervención coordinada y concertada.

Estabilización macroeconómica: el riesgo de un exceso de celo en la lucha contra la inflación

A mediados de 2008, el precio del petróleo alcanzó un nuevo máximo en términos nominales y reales, cotizándose a 140 dólares el barril. Estos niveles máximos alcanzados en los últimos años han coincidido con un fuerte incremento de los precios de muchos otros productos básicos, y por este motivo se ha pedido a los bancos centrales que adopten medidas enérgicas para frenar la inflación. Sin embargo, quizás se haya sobreestimado el riesgo de una inflación galopante, ya que hoy en día la probabilidad de que se produzca una espiral inflacionista de salarios y precios es mucho menor que cuando se registró la anterior escalada de los precios del petróleo durante los años setenta. En la actualidad, los sindicatos de la mayoría de los países desarrollados son demasiado débiles para exigir aumentos salariales o bien han aprendido de experiencias anteriores. Por consiguiente, los costos laborales unitarios, uno de los factores determinantes de la inflación, han aumentado muy poco en la mayoría de los países.

Dada la fragilidad actual de la economía mundial, las políticas monetarias restrictivas contribuirían a la ralentización de la economía. Habida cuenta de la necesidad de contener la repercusión macroeconómica de la crisis de las hipotecas de alto riesgo y de aumentar la demanda interna en los países excedentarios a fin de resolver sin sobresaltos los desequilibrios comerciales mundiales, toda política de efectos constrictivos habrá de aplicarse con suma cautela. En la coyuntura actual en que suben los precios de los productos básicos, la cooperación entre sindicatos, empresarios, gobiernos y bancos centrales parece un instrumento más apropiado que la simple política monetaria para prevenir una espiral inflacionista de los salarios.

Los países en desarrollo podrían considerar la posibilidad de combinar muy diversas medidas en respuesta al incremento de los costos de los alimentos y la energía, que en estos países gravan la mayoría de los presupuestos familiares mucho más que en los países desarrollados y generan comprensiblemente una fuerte presión para conseguir aumentos salariales. De hecho, en algunos países las dramáticas consecuencias sociales y humanas de la explosión de los precios de los alimentos pueden dar al traste con los progresos realizados para alcanzar los objetivos de desarrollo del Milenio, en especial el de reducir la pobreza a la mitad para el año 2015. Esta situación requiere la transferencia específica de ingresos en beneficio de los hogares más necesitados. Sin embargo, muchos de los países afectados no pueden permitirse aumentar el gasto social si no reducen otros gastos, como las inversiones urgentes en infraestructura. Este dilema pone de manifiesto la necesidad de recibir más asistencia del exterior para superar el problema de distribución de los recursos en los países pobres. También demuestra la importancia, tanto desde una perspectiva macroeconómica como desde el punto de vista social, de adoptar nuevas medidas con el objetivo de lograr una mayor estabilidad de los precios de los productos básicos y aplicar instrumentos de efecto inmediato para paliar el impacto de las bruscas fluctuaciones de los precios de dichos productos.

Los mercados de productos básicos: nuevas pautas y vínculos

En 2008, los precios de todos los grupos de productos básicos eran muy superiores a los niveles máximos alcanzados a mediados de los años noventa, excepto los de las bebidas tropicales. Esta tendencia al alza se debe principalmente al rápido incremento de la demanda en varias economías en desarrollo de rápido

crecimiento. También han influido sobre las variaciones de los precios los vínculos más estrechos existentes entre los mercados de la energía y los mercados de los productos básicos agrícolas, en particular los de los cultivos alimentarios, y la mayor conexión entre los mercados de productos básicos en general y los mercados financieros. De este modo, el nivel y la estabilidad de los precios de los productos básicos se han convertido en un importante problema, no sólo desde la perspectiva tradicional del desarrollo, sino también desde el punto de vista del funcionamiento de una economía mundial altamente integrada.

La subida de los precios del petróleo influye en los precios finales de otros productos básicos, en particular los cultivos alimentarios y aceites vegetales, porque ha provocado una intensa competencia por conseguir tierra cultivable y dedicarla a la producción de biocombustibles como alternativa al petróleo. Esta tendencia se ha visto reforzada por las medidas adoptadas en la Unión Europea y los Estados Unidos para acelerar la sustitución de los combustibles tradicionales por biocombustibles. Junto con el nivel extremadamente bajo de los inventarios y las turbulencias de los mercados financieros, éste ha sido probablemente uno de los factores que han impulsado la demanda especulativa de tales productos. La depreciación del dólar contribuye también a la subida de los precios de los productos básicos en dólares. Por ejemplo, entre mayo de 2007 y mayo de 2008 el índice de precios expresado en dólares de los productos básicos (excluidos los combustibles) aumentó un 41,9%, pero lo hizo sólo un 32,7% en derechos especiales de giro y un 23,3% en euros.

Productos básicos: problemas no resueltos de dependencia de los productos básicos e inestabilidad de los precios

La incertidumbre acerca de algunos precios fundamentales repercute por lo general negativamente en la planificación de la inversión y la producción tanto de vendedores como de compradores, y hace más difícil la gestión macroeconómica, fiscal y financiera. Por este motivo, desde la perspectiva de los países en desarrollo cuyos ingresos de exportación y cuya renta nacional dependen en gran medida de los mercados de productos básicos, la tendencia a largo plazo de los precios de tales productos y su inestabilidad han sido siempre motivo de preocupación. La excesiva variabilidad de los precios es una de las razones por las que las economías dependientes de esos productos registran menores tasas de crecimiento a largo plazo que las economías con una estructura de producción diversificada.

Para cada país, reducir la dependencia de algunos productos básicos mediante la diversificación y el desarrollo industrial constituye la mejor estrategia a largo plazo para llegar a ser menos vulnerables en caso de crisis o evolución desfavorable de los precios de esos productos. Pero la diversificación es un proceso complejo, que lleva tiempo y que no es posible sin la formación de capital y la adquisición de los conocimientos necesarios. También depende de unos ingresos estables de la exportación de productos básicos. Desde la perspectiva de los países consumidores y del conjunto de la economía mundial, la fluctuación de los precios de los productos básicos dificulta la adopción de políticas en pro de la estabilidad macroeconómica. En vista de los problemas creados por la inestabilidad de los precios de los productos básicos, el sistema económico mundial sería más coherente si a nivel multilateral se intentara de nuevo controlar las fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales, aunque permitiendo ajustes graduales de los precios relativos que reflejen los fundamentos del mercado y los cambios estructurales.

Sin embargo, no es probable que en un futuro próximo los mecanismos internacionales y multilaterales de estabilización de precios acordados entre productores y consumidores, como los diversos convenios de productos básicos del pasado, vuelvan a ser una opción política real. Por lo tanto, sería útil abordar en primer lugar los factores que provocan grandes fluctuaciones de los precios y corregir los efectos indeseados de la acción del mercado. Podría ser importante la adopción de medidas reglamentarias más estrictas para ayudar a frenar la especulación en los mercados de productos básicos, ya que dicha especulación suele intensificar las tendencias de los precios originadas por cambios en las variables fundamentales.

Los mecanismos internacionales de financiación compensatoria utilizados en el pasado para mitigar el impacto de la inestabilidad en los países en desarrollo han resultado insuficientes. Dichos mecanismos tendrían que permitir desembolsos más rápidos y estar dotados de más recursos financieros para apoyar las balanzas de pagos o sostener las rentas. No sólo deberían permitir compensar la reducción de los ingresos de exportación sino también financiar los mayores costos de las importaciones resultantes de la fuerte subida de los precios de productos básicos esenciales, en particular los alimentos y la energía. Estos mecanismos también podrían prever subvenciones destinadas a los productores o a los hogares más gravemente afectados de los países más pobres. En principio, para acogerse a esta asistencia, debería ser suficiente que el país no pudiera controlar en modo alguno la causa de la crisis de los precios y, de exigirse condiciones, éstas deberían limitarse a la utilización de los recursos financieros facilitados por el mecanismo.

A nivel nacional, los acuerdos institucionales que sirven para mantener un equilibrio entre los precios de los mercados internacionales y los ingresos de los productores nacionales pueden facilitar las decisiones de estos últimos en materia de inversión y la financiación de medidas para aumentar la productividad. La experiencia adquirida con los sistemas de sostenimiento de la renta en muchos países desarrollados podría ser muy útil de cara al futuro, pero el costo de estos sistemas suele exceder las posibilidades presupuestarias de los países en desarrollo. Una posible solución consistiría en que esos países consideraran la posibilidad de establecer un acuerdo institucional por el cual podrían retener parte de los beneficios extraordinarios conseguidos gracias a los elevados precios de los productos básicos y depositarlos en fondos nacionales que estarían a disposición de los productores del país cuando la coyuntura en los mercados internacionales fuera desfavorable. Si empezara a aplicarse en un período en que los precios fueran relativamente elevados, semejante acuerdo garantizaría unos ingresos regulares a los productores sin necesidad de utilizar excesivos recursos presupuestarios.

Los beneficios que los países en desarrollo obtienen de la exportación de productos básicos y su repercusión en la financiación de inversiones en apoyo de la diversificación y la industrialización dependen también de cómo se distribuyen. Hay indicios claros de que en varios países gran parte de los considerables beneficios derivados del aumento de los precios de los hidrocarburos y de los productos mineros ha ido a parar a las empresas extranjeras que intervienen en su explotación en forma de remesas de utilidades. Esto quiere decir que son recursos perdidos para la acumulación de capital en el país de origen, salvo que sean reinvertidos por las empresas extranjeras. Pero la reinversión quizá tampoco interese al país exportador porque, al efectuarse en las mismas actividades, más que contribuir a la diversificación y al fomento de la industria tiende a perpetuar la dependencia de los productos básicos.

Inversión de las balanzas por cuenta corriente: función de los tipos de cambio reales y de la relación de intercambio

La subida de los precios de los productos básicos y la mejora de la relación de intercambio han contribuido enormemente en los últimos años a mejorar las balanzas por cuenta corriente de algunos países en desarrollo. Otro factor por lo menos de igual importancia ha sido el crecimiento acelerado de las exportaciones de productos manufacturados de varios países en desarrollo gracias al rápido incremento de la productividad y a unos tipos de cambio reales favorables. En consecuencia, los países en desarrollo en su conjunto se han convertido desde hace varios años en exportadores netos de capital. A raíz de la crisis financiera registrada en Asia en 1997-1998, un flujo creciente de capitales empezó a ir "contra corriente", es decir de los países pobres a los ricos, hasta el punto de que muchos observadores llegaron a la conclusión de que algunos países en desarrollo habían creado un "exceso de ahorro" en la economía mundial.

La mejora de las balanzas por cuenta corriente, y la conversión del déficit en superávit, se debieron en un principio a las grandes devaluaciones monetarias registradas en las economías de mercado emergentes

que son exportadoras de productos manufacturados. En la mayoría de esos países las mejoras empezaron a dejarse sentir tras la crisis financiera de Asia y continuaron mientras los gobiernos y bancos centrales procuraron mantener un tipo de cambio real competitivo. Para la mayoría de los países cuyo comercio depende primordialmente de la demanda mundial de productos básicos, la mejora de la balanza por cuenta corriente se inició en 2003, cuando comenzaron a subir los precios del petróleo y los productos mineros.

Las políticas macroeconómicas y cambiarias que han desempeñado un papel importante en la mejora de las balanzas por cuenta corriente de muchos países en desarrollo señalan un cambio de rumbo con respecto a estrategias anteriores. Anteriormente, tanto los regímenes cambiarios de paridad fija como los flexibles daban lugar a menudo a una apreciación real de las divisas y a un incremento de los déficit por cuenta corriente. Con el tiempo, al empeorar la situación de la balanza por cuenta corriente, los inversionistas internacionales empezaban a darse cuenta del mayor riesgo monetario que corrían y en un momento dado se producía una repentina y masiva salida de capitales. En cambio, la nueva estrategia adoptada por muchos países tiene por objeto defender posiciones competitivas favorables creadas por la infravaloración de la moneda y evitar la dependencia de los mercados internacionales de capitales a que obliga una situación de déficit por cuenta corriente. Como esta estrategia requiere una intervención frecuente en los mercados internacionales de divisas, contribuye a una rápida acumulación de reservas en moneda extranjera y a una mayor salida neta de capitales de los países en desarrollo.

Esto viene a corroborar también la conclusión más general de que la inversión de la situación de las balanzas por cuenta corriente en los países en desarrollo cuyo comercio consiste fundamentalmente en productos manufacturados se debe sobre todo a grandes variaciones de los tipos de cambio reales, mientras que para las economías que dependen más de los productos básicos el factor principal es el impacto de la relación de intercambio. Un aumento del déficit por cuenta corriente de resultas de una apreciación real de la moneda y la pérdida concomitante de competitividad de los productores nacionales pueden financiarse temporalmente mediante la entrada neta de capitales, pero tarde o temprano requerirán algún tipo de ajuste, por lo general una depreciación real de la moneda. De hecho, la sobrevaloración ha sido el factor más frecuente y fiable para predecir las crisis financieras en los países en desarrollo. Por otra parte, la depreciación del tipo de cambio real es condición necesaria para una inversión de la balanza por cuenta corriente que tenga un efecto expansivo. Disponer de un tipo de cambio real competitivo constituye un factor fundamental para aumentar la demanda agregada a corto plazo y lograr un crecimiento económico más rápido y un mayor nivel de empleo a largo plazo.

Sin embargo, existe el peligro de que los gobiernos recurran a la manipulación del tipo de cambio de la misma manera que utilizan la compresión salarial, las subvenciones y las reducciones fiscales a las empresas para mejorar de manera artificial la competitividad internacional de sus productores. Este "nuevo mercantilismo" en la competencia por ganar cuotas de mercado no puede dar los resultados apetecidos, porque, si bien todos los países pueden impulsar simultáneamente la productividad, los salarios y el comercio para lograr un mayor bienestar económico general, no todos pueden incrementar al mismo tiempo sus cuotas de mercado o sus superávit por cuenta corriente. Las devaluaciones reiteradas para fomentar la competitividad resultan pues improductivas y pueden causar considerables daños. Este problema podría abordarse mediante un conjunto de normas internacionales similares a las que rigen la aplicación de políticas comerciales en los acuerdos de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Los flujos netos de capital, la inversión y el crecimiento: teoría y realidad

El hecho de que los países en desarrollo, como grupo, sean exportadores netos de capital está en franco contraste con las expectativas basadas en las teorías económicas dominantes, según las cuales, con mercados de capitales abiertos, el capital fluiría de los países ricos a los pobres, atraído por tasas de rendimiento más altas. Lo que sorprende aún más a la luz de la teoría dominante es que, por regla general, los países en

desarrollo que son exportadores netos de capital también tienden a crecer más rápidamente y tienen una tasa de inversión más alta que los países en desarrollo que reciben entradas netas de capital.

Este "enigma" deja de ser tal si se reconocen las limitaciones de las teorías en que se basa: el modelo de la brecha del ahorro y el modelo de crecimiento neoclásico. Estos modelos parten del supuesto de que la inversión se financia con el ahorro generado principalmente por las economías familiares. Por consiguiente, se conseguirá el máximo de inversión empresarial mediante políticas que hagan crecer la tasa de ahorro de los hogares y las importaciones de capital ("ahorro extranjero") y mejoren la eficiencia de la intermediación financiera desarrollando un sistema financiero competitivo y creando mercados de valores. Los supuestos en que se basan estos modelos no sólo están alejados de la realidad sino que la evidencia empírica ha refutado sus predicciones una y otra vez. Por ejemplo, muchos países en desarrollo, en especial de América Latina, no pudieron aumentar la inversión productiva a pesar de aplicar políticas monetarias y financieras que atrajeron oleadas de capital.

Según otra opinión, basada en los estudios de Schumpeter y Keynes y derivada de las experiencias de la Europa occidental de posguerra y los países del Asia oriental que alcanzaron con éxito la convergencia económica, la financiación de la inversión depende sobre todo del ahorro de los beneficios empresariales y del potencial de creación de crédito del sistema bancario. Cuando las utilidades de las empresas son importantes, éstas tienen simultáneamente un mayor incentivo para invertir y una mayor capacidad de financiar nuevas inversiones con los beneficios no distribuidos. Este punto de vista refleja mejor la complejidad y las imperfecciones del mundo real, en que los beneficios de las empresas se ajustan inmediatamente a los cambios de la demanda, y sus decisiones basadas en previsiones de las ganancias (más que en el nivel de ahorro) determinan el nivel de inversión en capital productivo real. Por ejemplo, una caída de la tasa de ahorro no acarrea una caída de la inversión; por el contrario, puesto que conlleva un aumento de la demanda de bienes de consumo, elevará los beneficios y estimulará la inversión. En ese sentido, una mejora de la cuenta corriente de resultas de los cambios en los precios relativos en favor de los productores nacionales no representa una reducción de las entradas de ahorros extranjeros que provoca una caída de la inversión; por el contrario, equivale a un aumento de la demanda agregada y de las utilidades de los productores nacionales y tiende a producir una mayor inversión. Por lo tanto, no es necesario que aumente el ahorro para que aumente la inversión ni para que mejore la cuenta corriente. La causalidad opera más bien en la dirección opuesta: los cambios en cuenta corriente provocan cambios en el nivel de inversión y de ahorro.

Las consecuencias de los diferentes enfoques teóricos en la política económica no podían ser más distintas. Cuando la inversión, el crecimiento de la producción y el empleo están determinados sobre todo por los beneficios empresariales, el papel de las políticas económicas es importante para absorber los choques y crear un clima de inversión estable. En cambio, el modelo neoclásico deja poco espacio para la política económica y cuando presenta opciones de política económica, éstas apuntan a menudo en la dirección opuesta a la sugerida por el modelo de Keynes-Schumpeter. Mientras el modelo neoclásico ve la necesidad de que los hogares "ahorren más dinero" o que los países en desarrollo atraigan más "ahorro extranjero" para aumentar la inversión en capital fijo, el modelo de Keynes-Schumpeter insiste en las previsiones positivas de la demanda y los beneficios como incentivo para los empresarios nacionales, y en la necesidad de que las empresas cuenten con financiación fiable y asequible.

Financiación de la inversión fija: función de los beneficios empresariales y del sistema bancario

Empíricamente, desde una perspectiva macroeconómica, los recursos nacionales son más importantes que los extranjeros para financiar la inversión. No obstante, estos últimos pueden desempeñar un papel crítico en determinados momentos y para determinados países, por ejemplo para financiar las importaciones de bienes de capital cuando existen impedimentos estructurales al aumento de los ingresos de exportación. Desde la perspectiva de las empresas, la autofinanciación con las utilidades no distribuidas es la fuente más

importante y fiable de financiación de la inversión. Además de la autofinanciación con las utilidades, el crédito bancario es, según enseña la experiencia, la fuente más importante de financiación externa para las empresas, en particular para las nuevas, y para las pequeñas y medianas.

Es muy importante que una parte sustancial de los ingresos de las empresas se reinvierta en capacidad productiva, en vez de destinarse, por ejemplo, a bienes de consumo suntuario o actividades especulativas. Como la disponibilidad de fondos internos es un factor determinante de la inversión, las medidas que aumentan la liquidez de las empresas y alientan la retención de utilidades pueden ayudar a estimular la inversión. Algunas medidas posibles serían los incentivos y desincentivos fiscales, como el trato tributario preferencial para los beneficios reinvertidos o no distribuidos, las deducciones especiales por amortización y un fuerte gravamen de los ingresos procedentes de actividades especulativas.

Los efectos de esas medidas en la inversión productiva pueden potenciarse alentando a los bancos a facilitar el crédito para la inversión. En la medida en que las inversiones puedan ser financiadas por el sistema bancario, que tiene la capacidad de crear crédito en función del volumen de liquidez establecido por el banco central, la inversión no depende de que existan saldos previos de ahorros en el sistema financiero. Pero para que una política monetaria centrada en estimular la inversión no se vuelva inflacionaria, tiene que combinarse con disposiciones institucionales y otras medidas encaminadas a mantener la estabilidad de precios. En especial, requiere una política de ingresos que impida los aumentos salariales nominales excesivos y una política fiscal flexible que reaccione ante los cambios cíclicos en la demanda agregada. Esta receta ha tenido éxito en las nuevas economías industrializadas del Asia oriental, en las que, por lo general, los tipos de interés oficiales han sido levemente superiores a la tasa de inflación pero inferiores a las tasas de crecimiento reales del PIB. En cambio, han sido superiores a las tasas de crecimiento del PIB en la mayoría de los países de América Latina y África, en los que la política monetaria ha tendido exclusivamente a evitar la inflación, con el resultado de que las tasas de inversión y de crecimiento se mantuvieron bajas. Tan sólo desde el comienzo del nuevo milenio un número cada vez mayor de países de estas dos regiones han adoptado también políticas monetarias más expansivas y logrado un mayor crecimiento.

Costo y disponibilidad de la financiación de la inversión: las políticas son importantes

Una política monetaria favorable a la inversión también ayudaría a reducir los costos de la financiación bancaria, que se determinan por el gasto de refinanciación de los bancos, el promedio de las pérdidas de préstamos que los bancos deben soportar y la intensidad de la competencia en el sistema bancario. Cuando los tipos de interés son demasiado altos, repercuten negativamente en las fuentes más importantes de financiación de la inversión: los beneficios empresariales y el crédito bancario. Probablemente sea ésta la principal razón por la que, en general, las reformas financieras emprendidas por muchas economías en desarrollo y en transición en los años ochenta y noventa no lograron mejorar las tasas de inversión. Como las reformas se realizaron en el contexto de una política monetaria restrictiva que pretendía lograr y mantener una inflación baja, fueron acompañadas generalmente de una subida de los tipos de interés.

La desregulación financiera iniciada a mediados de los años ochenta en muchos países en desarrollo, junto con la liberalización de la cuenta de capital, produjo una expansión de la actividad bancaria y un rápido incremento de las entradas netas de capital extranjero, pero rara vez condujo al aumento sostenido previsto de los préstamos bancarios a las empresas privadas con fines de inversión. En cambio, produjo un auge de los préstamos principalmente para el consumo y la adquisición de bienes inmuebles. A menudo, el proceso culminó en crisis financieras y bancarias, durante las cuales los gobiernos y los bancos centrales tuvieron que rescatar al sistema bancario, con un costo considerable para el erario público. Tampoco se hizo realidad la previsión de que con la liberalización financiera y la apertura de los sectores financieros nacionales a los bancos extranjeros habría más competencia, que en última instancia reduciría los márgenes de interés y el costo del crédito. Por lo general, los márgenes y los tipos de interés de los préstamos han seguido siendo

altos en detrimento de la financiación de las empresas y de la inversión. Incluso tras las crisis bancarias, al parecer los bancos comerciales consideran más rentable y menos arriesgado conceder créditos al consumo o para la vivienda, o comprar títulos del Estado, que otorgar préstamos a más largo plazo para proyectos de inversión o nuevas actividades empresariales.

Los bancos y otras instituciones financieras influyen en el rumbo de la actividad económica mediante la forma en que asignan los recursos financieros a diferentes clases de prestatarios y actividades económicas, conforme a sus propios objetivos y estrategias. Sin embargo, sus opciones no redundan necesariamente en beneficio de la economía en general. La renuencia de los bancos a conceder créditos a largo plazo a la inversión, combinada con los amplios márgenes y elevados tipos de interés, refleja a menudo la percepción del importante riesgo del crédito y las dificultades para respaldar esos préstamos con garantías. Por lo tanto, cuando los países en desarrollo con sistemas financieros débiles emprenden reformas de la gestión interna, según se aconseja con frecuencia, tal vez sea necesario que den prioridad a resolver las deficiencias institucionales que constituyen grandes obstáculos para la concesión de créditos a la inversión a largo plazo a tipos de interés razonables. Esas deficiencias suelen diferir de un país a otro, pero probablemente se refieran a los derechos de propiedad, el respaldo con garantías y el cumplimiento de los contratos de crédito, y una competencia efectiva en el sector bancario.

En la mayoría de los países, el acceso al crédito bancario sigue dependiendo mucho del tamaño de la empresa, por lo que especialmente las empresas jóvenes, innovadoras y pequeñas suelen encontrar graves restricciones financieras, aun cuando puedan pagar elevados tipos de interés reales. La financiación procedente de los mercados de títulos suele estar al alcance sólo de un pequeño número de grandes empresas privadas o entidades públicas. Pero el acceso de las empresas a fuentes fiables, adecuadas y a bajo costo que permitan financiar inversiones productivas es precisamente lo que más importa para que las políticas financieras de los países en desarrollo tengan éxito.

Está claro que, al asignar el crédito, todos los sistemas financieros tienen que discriminar entre los prestatarios y los proyectos que han de financiarse. Pero como se ha observado en diversos resultados de reformas financieras y en numerosos episodios de crisis financiera, el mecanismo del mercado no siempre consigue una asignación óptima del crédito. Los gobiernos pueden actuar para dirigir el crédito hacia sectores y actividades de importancia estratégica para la economía en general, por ejemplo haciendo que el crédito provenga directamente de las instituciones financieras públicas o interviniendo en los mercados financieros, con medidas como la subvención de los intereses, la refinanciación de los préstamos comerciales o la garantía de determinados tipos de créditos.

También puede influirse en la asignación del crédito mediante un control más estricto de los préstamos al consumo o para fines especulativos, con lo que podría inducirse a los bancos a conceder préstamos a más largo plazo para la inversión. Cuando los tipos de interés altos son reflejo de la percepción del riesgo, puede considerarse la posibilidad de que el Estado garantice los préstamos para financiar proyectos de inversión prometedores de empresas que, de lo contrario, pueden ver limitado su acceso al crédito bancario a más largo plazo (o tal vez puedan obtener crédito sólo a un costo tan alto que haría inviable su inversión). Aunque el fracaso de un proyecto así financiado puede acarrear un determinado costo fiscal, éste tiene que compararse con el aumento total de las inversiones que sólo pueden hacerse gracias a la garantía, y con los efectos dinámicos en los ingresos (incluido el incremento de la recaudación fiscal) que la inversión adicional puede generar. También debe compararse con el costo para el erario público de las grandes operaciones de rescate del sistema bancario, que fueron necesarias cuando aumentó de manera incontrolada el crédito al consumo y para fines especulativos en muchos países tras la liberalización financiera.

Banca pública: conciliación de los objetivos comerciales y del desarrollo

Los bancos del sector público, en especial los bancos de desarrollo, podrían ser importantes para que las empresas accedieran a fuentes fiables de financiación de la inversión productiva. Teniendo en cuenta experiencias pasadas, a menudo el debate sobre el papel de los bancos públicos se ha centrado, no tanto en evaluar sus méritos económicos, como en el argumento de que la propiedad estatal de esas instituciones, que no están sometidas a la disciplina del mercado, puede crear un clima más propicio a la corrupción y el clientelismo. Sin embargo, los bancos privados tampoco son inmunes a la corrupción ni al clientelismo, especialmente si están vinculados a conglomerados que dependen de ellos para conseguir financiación a bajo costo. Por otro lado, está claro que los bancos públicos y de desarrollo pueden desempeñar su función desarrollista sólo si se rigen por mandatos claros y normas estrictas de rendición de cuentas, y están sujetos a una vigilancia periódica de sus resultados.

Hay que recordar que, desde la perspectiva de la financiación para el desarrollo, lo que importa no es sólo la rentabilidad microeconómica de los proyectos de inversión, sino también sus beneficios externos que repercuten en la economía en general. Se considera que esta afirmación también es válida para los proyectos de infraestructura financiados con cargo al presupuesto del Estado o apoyados por los bancos de desarrollo. Sin embargo, es igualmente razonable que las instituciones financieras públicas especializadas en sectores específicos contribuyan a financiar actividades privadas productivas e innovadoras en el campo de la agricultura, la industria y los servicios, cuando esas actividades generan importantes beneficios externos y sociales, pero no pueden obtener la financiación necesaria de las instituciones comerciales.

Para que se tengan en cuenta tanto las consideraciones comerciales como los objetivos del desarrollo al asignar el crédito, podría hacerse participar conjuntamente a bancos privados y públicos en la financiación de determinados proyectos de inversión. Mientras que el banco comercial aportaría sus conocimientos para evaluar la viabilidad de un proyecto desde la perspectiva del sector privado, la institución financiera pública emitiría un juicio teniendo en cuenta los méritos generales del proyecto para el desarrollo, y al participar en la financiación reduciría los riesgos asumidos por el banco comercial. Esa colaboración también podría servir para reforzar la financiación pública con la privada y reducir el riesgo de clientelismo en ambas instituciones financieras. Hay precedentes de este tipo de arreglos en algunos países desarrollados durante los años cincuenta o sesenta y ejemplos más recientes en varias economías de mercado emergentes.

Asistencia oficial para el desarrollo: a pesar del aumento sustancial persiste el déficit

Otro aspecto de la financiación de la inversión para apoyar la diversificación y el cambio estructural en los países en desarrollo es que se necesitan divisas para importar bienes de capital. El problema se agudiza en las economías pobres que dependen de los productos básicos y recurren, por regla general, a préstamos oficiales y donaciones de donantes bilaterales y multilaterales. A raíz del Consenso de Monterrey de 2002, la mayoría de los donantes bilaterales de asistencia oficial para el desarrollo (AOD) fijaron metas ambiciosas para aumentar dicha asistencia como parte de los esfuerzos para alcanzar los objetivos de desarrollo del Milenio. Sin embargo, a pesar de que los desembolsos aumentaron considerablemente, la mayoría de los donantes no están al día con sus promesas de AOD. Además, sigue habiendo una diferencia considerable entre las corrientes reales de AOD y las estimaciones de la ayuda necesaria para aplicar medidas que permitan alcanzar los objetivos de desarrollo del Milenio.

En general, los donantes y los beneficiarios están de acuerdo en que no importa sólo la cantidad de AOD, sino también la eficacia con que se usan los fondos de los donantes. Cada vez más la mayor eficacia de la ayuda se ha asociado con la mejora de las instituciones y las políticas. Aunque no hay unanimidad sobre cómo definir una buena institución y una buena política, y a pesar de que hay pocas pruebas de que esa correlación exista verdaderamente, la prestación de AOD se ha condicionado cada vez más al cumplimiento de numerosos criterios de buena gobernanza. La eficacia de la ayuda también se relaciona a menudo con los procedimientos de aplicación. Al respecto, como se afirma en el Informe de la UNCTAD de 2008 sobre los Países Menos Adelantados, las políticas de gestión de la ayuda que atribuyen una mayor responsabilidad recíproca a los donantes y los gobiernos receptores podrían ayudar a reducir los costos de transacción y reforzar la capacidad de los Estados de usar eficazmente la ayuda externa. Sin embargo, no es menos importante la eficacia que tiene para el desarrollo la ayuda proporcionada por los donantes. Al fijar un patrón para medir esa eficacia, conviene distinguir entre los objetivos de desarrollo social y humano por un lado y los objetivos de crecimiento por otro.

Ayuda social y económica: lograr el equilibrio adecuado

Tradicionalmente, el objetivo de la AOD ha sido el crecimiento de la renta per cápita, con los efectos consiguientes en el desarrollo humano. La Declaración del Milenio puso en primer plano los objetivos del desarrollo humano. Entretanto, el crecimiento ha perdido prominencia como objetivo explícito de las políticas de desarrollo en un contexto intelectual y normativo en que la presunción implícita parece ser que, en una economía liberalizada y en proceso de globalización, las fuerzas del mercado generan automáticamente crecimiento y cambio estructural. Por consiguiente, la eficacia de la ayuda se considera cada vez más desde el punto de vista de la contribución de la AOD al logro de los objetivos de desarrollo del Milenio. En consecuencia, se está gastando una mayor proporción de AOD en salud, educación y otros fines sociales.

Esta clase de AOD es esencial y se justifica por derecho propio. No obstante, para que la reducción de la pobreza sea sostenible, no puede basarse exclusivamente en la redistribución de determinados ingresos; también depende de los aumentos del valor añadido interno y de la renta per cápita. A no ser que la AOD ayude a impulsar el crecimiento, es improbable que sirva para reducir la pobreza a largo plazo, pasado el año 2015 que fijan como meta los objetivos de desarrollo del Milenio. La AOD destinada a proyectos de inversión en infraestructura económica y en los sectores productivos es esencial para apoyar los esfuerzos nacionales por elevar los niveles de renta real y de empleo y orientar la distribución de la renta en favor de los pobres.

Otra forma de aumentar la eficacia de la AOD podría ser reforzándola con financiación interna. Por ejemplo, podrían crearse o reforzarse instituciones que encauzaran la AOD hacia proyectos de inversión públicos y privados financiados conjuntamente con instituciones financieras nacionales. Así podría facilitarse el acceso de los posibles inversores nacionales a la financiación a largo plazo y reducir el riesgo crediticio de los bancos nacionales, y por consiguiente los tipos de interés que aplican. Al mismo tiempo, se ayudaría a construir un mejor sistema de intermediación financiera nacional.

Históricamente, las necesidades relativas de los países, que podían medirse según los niveles de renta per cápita y los indicadores del desarrollo humano, o la magnitud de su déficit fiscal o exterior, apenas influían en la distribución geográfica de la AOD. Sin embargo, la eficacia de la ayuda podría incrementarse dirigiendo los aumentos ulteriores de la AOD hacia los países más pobres con mayores dificultades para iniciar un proceso autosostenible de inversión y crecimiento.

Alivio de la deuda: necesidad de la adicionalidad

Parece persistir un déficit considerable de financiación que afecta no sólo a las actividades relacionadas con los objetivos de desarrollo del Milenio, sino también a las inversiones que propiciarán el crecimiento y el cambio estructural más allá de dichos objetivos, para no mencionar las nuevas dificultades que habrán de enfrentar los países en desarrollo a causa del cambio climático. Para tener posibilidades reales de lograr los objetivos de desarrollo del Milenio, se necesitaría aumentar en 50.000 ó 60.000 millones de dólares el volumen anual de AOD que se desembolsa actualmente, a fin de complementar los esfuerzos que realizan los países en desarrollo para financiar la inversión adicional con recursos nacionales.

El alivio de la deuda ha jugado un papel importante en la AOD, en especial desde 2003. Sin embargo, no hay pruebas claras de que se haya añadido a otras formas de ayuda, aunque se exhortaba a ello en el Consenso de Monterrey. Ese carácter adicional es indispensable porque la reducción del volumen de la deuda tiene efectos muy limitados en la capacidad de los gobiernos para aumentar sus gastos en el período en que se concede. La adicionalidad plena no sólo daría a los países beneficiarios mayores posibilidades de cumplir sus objetivos sociales y de crecimiento, sobre todo los fijados en la Declaración del Milenio, sino que también les permitiría estar en mejores condiciones de hacerlo sin encontrarse en una situación de endeudamiento insostenible en el futuro.

Hasta ahora, los esfuerzos desplegados para el alivio de la deuda han dejado de lado, en general, las necesidades considerables de desarrollo de los países de bajos ingresos que tienen niveles de deuda relativamente bajos ya sea por haber aplicado estrategias de financiación externa prudentes, ya sea por no haber acometido inversiones públicas esenciales. Para no discriminar a esos países, convendría permitir que otros países pobres se beneficiaran de la Iniciativa de Alivio de la Deuda Multilateral, en especial los que tienen niveles de endeudamiento sostenibles. Además, puede ser necesario también considerar la posibilidad de aliviar la carga de la deuda de los países en desarrollo cuyo nivel de endeudamiento es insostenible pero que no reúnen las condiciones para beneficiarse de la Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados.

Sostenibilidad de la deuda: endeudarse con buen fin

Durante los períodos de auge económico, a menudo se decide contraer una deuda o conceder un préstamo partiendo de previsiones excesivamente optimistas. Tener en cuenta ese dato es particularmente importante en la coyuntura actual, cuando un gran número de países en desarrollo han consolidado las posiciones de su balanza por cuenta corriente y han reducido su endeudamiento externo. Han podido hacerlo, en parte, mejorando sus políticas macroeconómicas y su gestión de la deuda, pero sobre todo gracias a un clima externo favorable, caracterizado por los altos precios de los productos básicos y los bajos tipos de interés, una situación que puede no durar siempre.

Por lo tanto, el desafío consiste en aprovechar las mejoras recientes de los indicadores de la deuda, y en general de los indicadores económicos, y acelerar el proceso de inversión, crecimiento y cambio estructural sin descuidar la sostenibilidad de la situación de endeudamiento. El primer paso para lograr la sostenibilidad de la deuda es tomar empréstitos con buen fin y no endeudarse demasiado durante los "buenos tiempos". La deuda debe usarse sólo para financiar proyectos que den rendimientos superiores a los intereses del préstamo. Y, en principio, la contratación de préstamos en moneda extranjera debería limitarse a los

proyectos que puedan generar, directa o indirectamente, las divisas necesarias para el servicio de la deuda. En la mayor medida posible, y especialmente cuando los proyectos no dependan de importaciones, los países en desarrollo deberían intentar financiarlos con recursos internos. Por lo tanto, las estrategias en materia de deuda externa deberían estar estrechamente relacionadas con renovados esfuerzos por fortalecer los sistemas financieros nacionales y con políticas macroeconómicas y cambiarias que procuren prevenir los déficit insostenibles por cuenta corriente.

Endeudamiento externo: remediar la vulnerabilidad a las conmociones externas

Una importante limitación que aqueja a los países con acceso a los mercados financieros internacionales es su vulnerabilidad ante los efectos de la gran inestabilidad de esos mercados. Las conmociones que pueden provocar una crisis de liquidez en el mundo en desarrollo a menudo dependen de factores externos que pueden originarse en decisiones de los países desarrollados. Con instrumentos de deuda innovadores que redujeran la vulnerabilidad de los países en desarrollo a las conmociones o las situaciones desfavorables de la coyuntura económica y financiera internacional podría ayudarse a mantener un nivel de deuda sostenible. Algunos de esos instrumentos podrían consistir en la emisión de deuda externa en moneda nacional, que reduciría el riesgo cambiario, y de bonos indexados según el PIB que permiten reducir el importe del servicio de la deuda cuando hay poca capacidad de pago. La creación y difusión de esos títulos podría facilitarse con el apoyo de la comunidad internacional para elaborar criterios uniformes y lograr el tamaño necesario del mercado.

Aplicar políticas nacionales para reducir el riesgo de una crisis de la deuda es especialmente difícil para los países de bajos ingresos. A menudo esos países dependen de recursos externos para financiar no sólo proyectos en los sectores productivos de sus economías y grandes proyectos de infraestructura, sino también el desarrollo de los sectores de la salud y la educación. Aunque a largo plazo esos sectores sociales pueden dar importantes rendimientos, es improbable que a corto y mediano plazo generen los flujos de efectivo necesarios para el servicio de la deuda. De ahí que, como los países de bajos ingresos no pueden sostener elevados niveles de deuda, la mayor parte del apoyo externo que reciben debería consistir en donaciones.

Por último, debe aceptarse que, aunque se mejore la gestión de la deuda y se usen instrumentos de deuda mejores y más seguros, las crisis serán inevitables. Por lo tanto, la comunidad internacional no debería abandonar la idea de crear un mecanismo para la rápida resolución de las crisis de la deuda y la distribución justa de la carga entre acreedores y deudores. Esto último también ayudaría a mejorar la evaluación del riesgo por parte de los acreedores. Debido a su especial vulnerabilidad a las conmociones externas originadas en los mercados internacionales financieros y de productos básicos, los países en desarrollo también deberían manifestar un interés especial por la reforma del sistema monetario y financiero internacional. La reforma debería tener por objeto minimizar las corrientes financieras especulativas que desestabilizan y reforzar las instituciones y los mecanismos para apoyar la coordinación de las políticas macroeconómicas.

Supachai Panitchpakdi
Secretario General de la UNCTAD

Capítulo I

TENDENCIAS Y CUESTIONES ACTUALES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A. Crecimiento y comercio mundiales

A mediados de 2008 la economía mundial se encuentra al borde de la recesión. La desaceleración actual tras cuatro años de crecimiento relativamente rápido se debe a varios factores: las repercusiones mundiales de la crisis financiera de los Estados Unidos, el estallido de las burbujas inmobiliarias en ese país y en otras grandes economías, los elevados precios de los productos básicos, las políticas monetarias cada vez más restrictivas adoptadas por varios países y la inestabilidad de los mercados de valores. Si no se toman medidas de política macroeconómica enérgicas e internacionalmente coordinadas parece inevitable una recesión económica mundial con todas las de la ley.

El crecimiento de los países en desarrollo y las economías de mercado emergentes ha resistido bastante bien durante el primer semestre de 2008, pero hay cada vez más indicios de que no podrán escapar a la desaceleración mundial. Aun cuando durante la segunda mitad del año se mantengan circunstancias bastante favorables, se prevé que el crecimiento de la producción mundial descienda aproximadamente al 3% en 2008, casi un punto porcentual menos que en los dos últimos años (cuadro 1.1).

Aunque varios países en desarrollo relativamente grandes dependen cada vez más de la demanda interna, otros muchos países siguen dependiendo de la evolución de la demanda externa y de los precios internacionales de los productos básicos. Sus tasas de crecimiento dependen también de cómo utilizan los ingresos más elevados obtenidos de las exportaciones de productos básicos (véase también el capítulo II). Pese a una cierta ralentización, cabe prever que en 2008 el crecimiento de la producción en China será de cerca de un 10%. El Asia occidental, el Norte de África y el África subsahariana (excluida Sudáfrica) son las únicas regiones en que es probable que las tasas medias de crecimiento de la producción aumenten con respecto a los dos últimos años. Se pronostica incluso que el África subsahariana, con alrededor de un 7%, conseguirá su mayor tasa de crecimiento anual de las tres últimas décadas. Con todo, esta aceleración del crecimiento se debe en gran medida al aumento de los ingresos de exportación de los productos básicos, sobre todo del petróleo, y por lo tanto estará distribuida de manera desigual entre los diversos países, según cual sea su estructura comercial. Además, los mayores beneficios resultantes de la exportación de productos básicos quizás tengan tan sólo un efecto marginal en los ingresos de los segmentos más pobres de la población, ya que por lo general el sector petrolero y minero tiene escasos vínculos con el resto de la economía.

En 2007 el comercio mundial registró una menor expansión en términos reales que durante los cuatro años anteriores, pero el de los países en desarrollo y las economías en transición siguió aumentando a buen ritmo (véase el cuadro 1.2). El volumen

Cuadro 1.1

CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN MUNDIAL, 1991-2008[a]

(Variación porcentual anual)

Región/país	*1991-2001[b]*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007[c]*	*2008[d]*
Total mundial	**3,1**	**1,9**	**2,7**	**4,0**	**3,4**	**3,9**	**3,8**	**2,9**
Países desarrollados	**2,6**	**1,3**	**1,9**	**3,0**	**2,4**	**2,8**	**2,5**	**1,6**
de los cuales:								
Japón	1,1	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	1,4
Estados Unidos	3,5	1,6	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2	1,4
Unión Europea	2,4	1,2	1,3	2,5	1,8	3,0	2,9	1,8
de la cual:								
Zona del euro	2,2	0,9	0,8	2,0	1,5	2,7	2,6	1,6
Francia	2,0	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,1	1,5
Alemania	1,8	0,0	-0,2	1,2	0,9	2,9	2,5	1,8
Italia	1,6	0,3	0,0	1,1	0,0	1,7	1,5	0,4
Reino Unido	2,8	2,1	2,7	3,3	1,9	2,8	3,0	1,6
Europa sudoriental y CEI	..	**4,9**	**7,1**	**7,6**	**6,6**	**7,5**	**8,4**	**7,4**
Europa sudoriental[e]	..	3,0	2,4	4,5	5,0	5,0	6,0	5,2
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	..	5,2	7,6	8,0	6,8	7,7	8,6	7,6
de la cual:								
Federación de Rusia	..	4,7	7,3	7,1	6,4	6,7	8,1	7,5
Países en desarrollo	**4,8**	**3,9**	**5,4**	**7,2**	**6,6**	**7,1**	**7,3**	**6,4**
África	2,9	3,7	4,9	5,4	5,7	5,6	5,8	6,0
Norte de África, excluido el Sudán	3,2	3,4	5,4	4,8	5,4	5,5	5,6	6,0
África subsahariana, excluida Sudáfrica	2,8	4,0	5,4	6,4	6,2	5,8	6,5	7,1
Sudáfrica	2,2	3,7	3,1	4,8	5,1	5,4	5,1	3,8
América Latina y el Caribe	3,1	-0,5	2,2	6,2	4,9	5,6	5,7	4,6
Caribe	2,2	2,6	2,9	3,9	7,1	8,5	6,2	5,3
América Central, excluido México	4,3	2,8	3,8	4,2	4,6	6,5	6,6	4,6
México	3,1	0,8	1,4	4,2	3,0	4,9	3,2	2,8
América del Sur	3,0	-1,5	2,4	7,4	5,6	5,7	6,7	5,3
de la cual:								
Brasil	2,8	2,7	1,1	5,7	3,2	3,7	5,4	4,8
Asia	6,1	6,0	6,8	7,9	7,5	7,9	8,1	7,2
Asia oriental	7,8	7,4	7,1	8,3	8,0	8,8	9,1	8,1
de la cual:								
China	10,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,1	11,4	10,0
Asia meridional	5,1	4,5	7,8	7,5	7,7	8,2	8,5	7,0
de la cual:								
India	5,9	3,6	8,3	8,5	8,8	9,2	9,7	7,6
Asia sudoriental	4,8	4,8	5,4	6,6	5,7	6,0	6,4	5,4
Asia occidental	3,6	3,2	6,0	7,9	6,8	5,7	5,1	5,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *UNCTAD Handbook of Statistics,* y Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES), *LINK Global Economic Outlook 2008* (mayo de 2008).

a Los cálculos de los agregados nacionales se basan en el PIB a dólares constantes del año 2000.

b Promedio.

c Estimaciones preliminares.

d Pronóstico.

e Albania, Bosnia y Herzegovina, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia.

Cuadro 1.2

VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS, POR REGIÓN Y GRUPO ECONÓMICO, 2002-2007

(Variación porcentual con respecto al año anterior)

	Índices del volumen de las exportaciones						*Índices del volumen de las importaciones*					
Región/país	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Total mundial	**4,5**	**6,3**	**11,4**	**5,2**	**8,1**	**5,5**	**4,2**	**7,7**	**12,1**	**7,0**	**7,3**	**5,8**
Economías desarrolladas	**2,3**	**3,1**	**8,4**	**4,9**	**7,7**	**2,8**	**3,0**	**5,1**	**9,0**	**5,9**	**5,8**	**2,3**
de las cuales:												
Japón	7,7	9,2	13,4	5,1	11,8	8,2	1,1	5,9	6,3	2,0	4,5	0,6
Estados Unidos	-4,0	2,9	8,7	7,4	10,5	6,8	4,4	5,5	10,8	5,6	5,7	0,8
Unión Europea	3,4	3,3	8,8	4,9	8,3	2,2	2,8	5,5	8,7	5,7	7,0	3,3
Europa sudoriental y CEI	**8,8**	**9,0**	**12,9**	**-1,5**	**10,3**	**9,2**	**13,7**	**21,5**	**20,1**	**11,5**	**21,8**	**27,3**
Europa Sudoriental	6,2	21,2	26,7	2,7	16,7	19,3	19,6	22,8	17,6	-2,5	8,6	22,2
CEI	9,0	8,3	12,2	-1,4	10,0	8,6	12,5	21,2	20,6	14,6	24,3	28,2
Economías en desarrollo	**8,8**	**12,9**	**16,7**	**6,3**	**9,2**	**9,3**	**6,6**	**12,9**	**18,4**	**8,5**	**8,9**	**10,8**
África	5,5	10,4	8,6	-0,2	2,4	2,2	6,3	16,0	16,4	9,8	6,5	5,9
África subsahariana	6,3	11,5	10,9	-1,0	-2,1	1,9	6,2	22,7	15,0	10,5	8,6	2,1
América Latina y el Caribe	0,5	4,0	9,6	5,0	4,2	4,6	-7,0	1,2	14,1	10,3	13,0	14,2
Asia oriental	14,8	22,0	24,3	17,1	17,8	16,2	13,4	19,3	19,2	5,9	9,2	11,3
de la cual:												
China	24,0	35,3	33,0	26,2	24,4	23,3	22,5	35,2	25,9	7,5	11,5	16,1
Asia meridional	13,8	11,8	11,5	6,7	3,3	8,8	12,0	15,0	15,9	14,9	6,1	5,4
de la cual:												
India	17,4	13,6	19,5	14,8	10,5	12,3	10,4	18,7	19,4	20,8	6,6	13,1
Asia sudoriental	6,6	7,7	19,0	6,6	11,2	8,3	5,2	6,9	18,0	10,2	7,2	7,4
Asia occidental	6,3	7,6	10,8	-0,2	4,9	2,5	8,8	15,5	27,0	11,4	9,5	17,3

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *UNCTAD Handbook of Statistics*.

de sus exportaciones se incrementó en más de un 9%, pero existen diferencias regionales considerables. Como por lo general la oferta se ha activado muy poco de resultas de la subida de los precios de los productos básicos, las regiones con una mayor proporción de productos básicos en sus exportaciones registraron un menor aumento de dichas exportaciones que las regiones que exportan más productos manufacturados. Los Estados Unidos experimentaron una desaceleración especialmente brusca del crecimiento de sus importaciones, relacionada con una mejora significativa de su balanza por cuenta corriente a causa de una demanda interna débil y una fuerte depreciación del dólar.

En general, las turbulencias financieras, el gran aumento de los precios de los productos básicos y las fuertes oscilaciones de los tipos de cambio están teniendo una enorme repercusión en la economía mundial y ensombrecen sus perspectivas para 2009. Las repercusiones del hundimiento del mercado hipotecario en los Estados Unidos y el desplome de los precios de la vivienda en varios países han resultado más profundas y persistentes de lo que se preveía en 2007. La onda expansiva provocada por estos acontecimientos ha ido mucho más allá de los países directamente afectados y ha creado una incertidumbre generalizada en los mercados financieros. Un año después del estallido de la crisis todavía no está claro cuánto tiempo va a durar.

Las perspectivas de muchos países en desarrollo dependen primordialmente de la evolución futura de los precios de sus exportaciones de productos

básicos. Aunque hay varios factores estructurales que hacen pensar que los precios se mantendrán más altos que durante los 20 últimos años, diversos factores cíclicos, el fin de la especulación con el alza de los precios y la respuesta retardada de la oferta podrían hacer caer los precios de algunos productos. En particular, podría producirse un cambio brusco de humor de los especuladores en mercados de futuros ante eventuales novedades en otros mercados, como una recesión en los mercados de bienes o una recuperación de los mercados de valores. Asimismo, algunas economías en desarrollo y en transición, sobre todo de Europa oriental y Asia central, que arrastran un elevado volumen de deuda externa y mantienen elevados déficit por cuenta corriente debido a la sobrevaloración de sus monedas, podrían tener que enfrentarse a un incremento repentino de sus costos de financiación y a la amenaza de una fuerte inversión de tendencia en la valoración de sus monedas.

La reciente experiencia de contagio e interdependencia de la economía mundial debería ser razón suficiente para revisar la función de las políticas públicas y la intervención estatal a la hora de influir en los resultados de los mercados a nivel nacional e internacional. Una de las causas de la fragilidad actual de la economía mundial son las deficiencias en su sistema de gobernanza, en particular la falta de coherencia entre el sistema comercial internacional, que se rige por un conjunto de normas y reglamentos internacionalmente acordados, y el sistema monetario y financiero internacional, que no está sujeto a ese tipo de regulación. Las turbulencias financieras, las fuerzas especulativas que influyen en los precios de los alimentos y del petróleo y la incapacidad manifiesta de los mercados de divisas para modificar los tipos de cambio de manera que reflejen las variaciones en la competitividad internacional de los países hacen pensar que existe la necesidad urgente de rediseñar el sistema de la gobernanza económica mundial.

B. Repercusiones de la crisis hipotecaria

El desplome del mercado de las hipotecas de alto riesgo, que tuvo su origen en el mercado financiero más sofisticado del mundo, ha puesto una vez más en evidencia la fragilidad del actual sector financiero mundial. En vez de reducir el riesgo, los complejos instrumentos financieros elaborados en los últimos años han servido para propagar los efectos de las inversiones de alto riesgo a través de los diversos continentes, instituciones y mercados. Un sistema financiero que cada tres o cuatro años padece una grave crisis que no sólo perjudica a quienes participan en los mercados financieros sino que también repercute en la economía real debe de estar profundamente viciado. Los episodios reiterados de inestabilidad financiera parecen resultado de una combinación de instrumentos opacos y apalancamiento masivo con que las empresas financieras pretenden conseguir beneficios superiores al 10% de una economía real que crece a un ritmo mucho menor. Desde el estallido de la crisis hipotecaria, los riesgos de la titulización se han hecho más patentes y existe una preocupación generalizada acerca de la capacidad de la industria financiera de generar grandes beneficios durante un cierto tiempo aplicando sistemas de refinanciación insostenibles y cargando al sector público y al contribuyente parte de las pérdidas resultantes de las inevitables correcciones del mercado. De hecho, dado que las crisis financieras pueden tener enormes repercusiones negativas en la economía real, a las autoridades económicas no les

Un sistema financiero que padece una grave crisis cada tres o cuatro años debe de estar profundamente viciado.

queda otra opción que acudir al rescate de partes del sector financiero cuando es todo el sistema el que está amenazado.

Hasta hace poco se creía que el riesgo moral que entrañaba la presencia explícita o implícita de un prestamista de última instancia constituía un problema tan sólo para los bancos comerciales que viven de depósitos. Sin embargo, las recientes medidas adoptadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos han demostrado que también los bancos de inversión y las sociedades de crédito hipotecario pueden ser considerados "demasiado grandes para quebrar" y que sus pasivos están implícitamente asegurados. Habida cuenta de los riesgos existentes para la estabilidad financiera, la Reserva Federal acertó sin duda al proporcionar dicho seguro y evitar la bancarrota de un importante banco de inversión y de las dos mayores sociedades de crédito hipotecario de los Estados Unidos; pero el seguro no debe ser gratuito. Si el Gobierno decide que hay que rescatar diferentes tipos de instituciones financieras porque su quiebra podría provocar una crisis del sistema, estas instituciones deben estar sujetas a una reglamentación cautelar más estricta, similar a la que se aplica a los bancos comerciales. La reciente crisis ha demostrado una vez más que la disciplina del mercado no basta por sí sola para prevenir episodios reiterados de "exuberancia irracional" y que el mecanismo del mercado no puede hacer frente a caídas masivas de los precios de los activos financieros.

Las víctimas más recientes de la crisis hipotecaria son Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Morgage Corporation). Estas sociedades, que tienen el carácter híbrido de empresas patrocinadas por el Gobierno, son las entidades más importantes que operan en el mercado estadounidense de la vivienda y poseen o garantizan hipotecas por valor de 5,2 billones de dólares (suma que representa más del 40% de toda la deuda hipotecaria en los Estados Unidos). Aun cuando estas sociedades no están autorizadas para conceder o garantizar préstamos de alto riesgo, se han visto gravemente afectadas por la caída de los precios de la vivienda que se ha producido a raíz de la crisis hipotecaria. Su cotización en bolsa empezó a bajar a mediados de 2007 y se hundió repentinamente a principios de julio de 2008 cuando se vio con claridad que eran insolventes según su valor real. Tanto el Tesoro como la Reserva Federal de los Estados Unidos manifestaron rápidamente su apoyo a las dos sociedades y la Reserva Federal les permitió tomar dinero en préstamo de su línea de descuento. El resultado fue que la deuda emitida por estas sociedades siguió negociándose a valores normales incluso después del desplome del valor de sus acciones.

Mientras que el Gobierno de los Estados Unidos avale sus pasivos, las dos sociedades podrán renovar su deuda, continuar sus operaciones y evitar así un mayor deterioro del mercado inmobiliario estadounidense. Sin embargo, esto puede crear incentivos contraproducentes, porque la dirección de una empresa con un valor contable nulo o negativo pero con una deuda garantizada podría sentirse tentada a "apostar fuerte" para recuperar el terreno perdido (es decir, adoptar una estrategia que ofrezca pocas probabilidades de dar grandes beneficios y grandes probabilidades de sufrir fuertes pérdidas). La razón para adoptar esa estrategia es la asimetría de sus resultados. Si se gana la apuesta, los accionistas se benefician; si no, los accionistas no pierden nada (porque desde el principio el valor contable era nulo) pero el sector público debe pagar un precio mucho mayor. Este sería otro ejemplo de privatización de los beneficios y socialización de las pérdidas. Si la crisis persiste, quizás convenga al Gobierno asumir temporalmente la plena propiedad de las dos sociedades y decidir más tarde si liquidarlas, privatizarlas totalmente o mantenerlas íntegra y permanentemente en el sector público.

C. Desequilibrios económicos mundiales y tipos de cambio

La crisis actual no sólo tiene implicaciones para la reglamentación cautelar de las instituciones financieras a nivel nacional sino también para las políticas macroeconómicas, en particular para las monetarias y cambiarias, tanto a nivel nacional como a nivel mundial. En los países desarrollados, los 25 últimos años se han caracterizado por una inestabilidad macroeconómica limitada y por la baja inflación. Por este motivo, varios bancos centrales de países desarrollados y países en desarrollo han prestado atención preferente a las tasas nacionales de inflación y a los tipos de interés internos a corto plazo, permitiendo que otras variables fundamentales, como el tipo de cambio, fuesen determinadas totalmente por las fuerzas del mercado.

Es necesaria una mejor coordinación económica a nivel mundial para evitar desequilibrios insostenibles por cuenta corriente.

Sin embargo, este planteamiento no tiene suficientemente en cuenta el hecho de que los países y las economías están estrechamente interrelacionados y el tipo de cambio desempeña un papel fundamental en esas relaciones. Las recientes turbulencias financieras y la situación insostenible de varios países de todas las regiones del mundo con grandes déficit por cuenta corriente han puesto de manifiesto que el marco actual de las políticas monetarias y cambiarias ofrece buenas oportunidades para desarrollar actividades especulativas temporalmente rentables pero que en última instancia tienen un efecto desestabilizador. Esta experiencia confirma la necesidad de una mayor y mejor coordinación económica internacional para evitar en el futuro desequilibrios insostenibles de las balanzas comerciales y por cuenta corriente.

El déficit comercial de los Estados Unidos, el mayor de los desequilibrios por cuenta corriente que han marcado la economía mundial durante el último decenio, está retrocediendo gracias a la depreciación del dólar y a la recesión que se cierne sobre el país. Sin embargo, en muchos otros países no ha habido ninguna corrección del tipo de cambio ni se ve el final de la especulación desestabilizadora. Esta especulación sigue empujando muchos tipos de cambio en la dirección equivocada a pesar de los enormes y crecientes déficit por cuenta corriente que registran algunos países y regiones (*Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007*, cap. I, sec. B). En el anexo del presente capítulo se muestra la evolución de los tipos de cambio reales desde el año 2000.

Tener déficit o superávit por cuenta corriente no es de por sí un problema económico. Sin embargo, cuando un déficit grande y en continuo aumento coincide con una pérdida de competitividad, por ejemplo debido a una apreciación de la moneda causada por la especulación con las diferencias entre tipos de interés a corto plazo, entonces es por regla general insostenible. El desequilibrio tendrá que corregirse antes o después, aunque esa corrección reporte grandes pérdidas de ingresos reales.

Aproximadamente durante el último decenio, los países en desarrollo en su conjunto han registrado un superávit por cuenta corriente y se han producido los consiguientes déficit en varios países desarrollados y algunas economías en transición. Los factores que han contribuido a mejorar las balanzas por cuenta corriente varían según los casos: en algunos países de rápido crecimiento exportadores de productos manufacturados, sobre todo del Asia oriental y sudoriental, esta mejora es resultado de un nuevo incremento de su competitividad internacional; en algunos

países exportadores de petróleo del Asia occidental y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se debe a la rápida subida del precio del petróleo; para varios países de África y América Latina la causa no es sólo el alza de los precios del petróleo sino también de otros productos básicos, en particular materias primas industriales. Si bien en conjunto los países desarrollados son deficitarios, tanto la segunda como la tercera economía mayor del mundo: el Japón y Alemania, siguen registrando grandes superávit por cuenta corriente, al tiempo que su competitividad es cada vez mayor.

Una nueva característica de la economía mundial desde el cambio de siglo es el rápido aumento de los déficit por cuenta corriente de varios países de Europa oriental. La adhesión de varios de esos países a la Unión Europea (UE) y sus tasas de crecimiento relativamente elevadas, junto con cierta estabilidad monetaria, hacían esperar que podrían afrontar sus problemas económicos mucho mejor que antes, y esa expectativa atrajo a su vez entradas masivas de capital a corto plazo. Pero en la mayoría de esos países la principal causa del crecimiento ha sido una demanda interna boyante alimentada por los elevados aumentos salariales y el fácil acceso al crédito para el consumo y a los préstamos hipotecarios. Esto ha dado lugar a un fuerte incremento del consumo privado, una subida de las importaciones y un floreciente mercado de la vivienda.

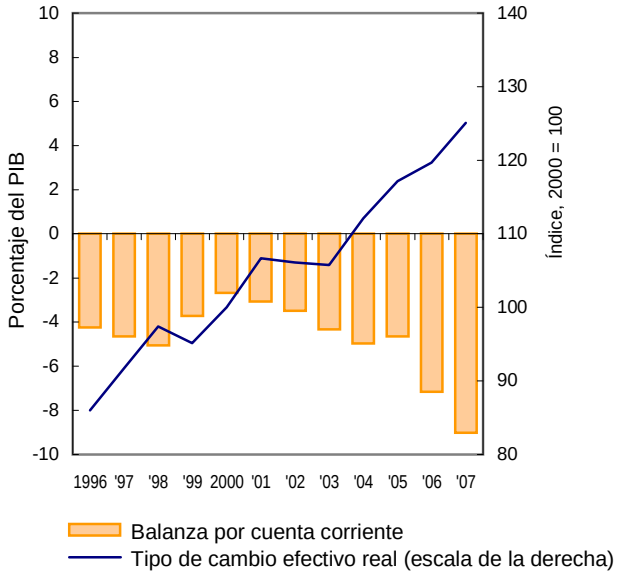
Sin embargo, las tasas de inflación y los tipos de interés, que en esos países son más elevados que en muchos otros, han tenido como consecuencia la acumulación de un enorme volumen de deuda hipotecaria en divisas, sobre todo en francos suizos y yenes. Así se ha creado un enorme desajuste monetario entre los ingresos de los deudores y sus obligaciones de servicio de la deuda. Al mismo tiempo, la apreciación de su moneda en términos nominales reales ha mermado la competitividad de esas economías en el contexto europeo y mundial, lo que tarde o temprano obligará a una depreciación del tipo de cambio.

De 1999 a 2007 el tipo de cambio efectivo real en Europa oriental y la Federación de Rusia se apreció en más de un 30%. En 2007 su déficit medio por cuenta corriente alcanzó aproximadamente el 9% del producto interno bruto (PIB), más del doble que en 1999, cuando se inició la apreciación en términos reales (gráfico 1.1). Los mayores déficit por cuenta corriente se registraron en Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania, donde alcanzaron niveles del 10%

Gráfico 1.1

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL EN EUROPA ORIENTAL Y LA FEDERACIÓN DE RUSIA, 1996-2007

(Promedio simple)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en *Balance of Payments* del FMI, la base de datos de la UNCTAD sobre los tipos de cambio efectivos reales, y fuentes nacionales.

Nota: Europa oriental: Bulgaria, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania.

o más como proporción del PIB. En la Federación de Rusia, el gran incremento de las exportaciones, sobre todo de energía y productos básicos, ha superado el de las importaciones, pero se ha reducido el enorme excedente por cuenta corriente.

La apreciación en términos reales del tipo de cambio de los países de Europa oriental se ha visto intensificada por el efecto de las operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas (*carry-trade*), de resultas de las cuales los flujos de capital van de los países con baja inflación y bajos tipos de interés nominales a los países con mayor inflación y mayores tipos de interés nominales. Esto ocurre cuando se prevé que el tipo de cambio permanecerá estable o registrará una variación favorable, de manera que existe un diferencial de los tipos de interés "sin cubrir". De este modo puede crearse una situación

paradójica y peligrosa en que países con excedente por cuenta corriente (por ejemplo el Japón o Suiza) están sometidos a presiones para devaluar sus monedas, y países con déficit por cuenta corriente soportan presiones para apreciarlas, cuando de hecho se requeriría exactamente lo contrario para corregir el desequilibrio por cuenta corriente[1].

Para corregir los desequilibrios persistentes es inevitable un ajuste. Los países que han perdido competitividad general necesitan recuperarla para no perder de manera permanente cuotas de mercado ni endeudarse cada vez más con otros países. Como enseña la historia económica, este ajuste puede ser resultado de una profunda recesión o de una importante devaluación en términos reales. Esta última ha de ser consecuencia de una fuerte devaluación en términos nominales, que hará que el gasto interno, más que a bienes extranjeros costosos, se destine a bienes nacionales más baratos, y también que la demanda externa se oriente hacia las exportaciones del país devaluador.

Durante los diez últimos años, los Estados Unidos han sido el principal país deficitario. Alemania, China, el Japón y Suiza han sido los principales países excedentarios en lo que respecta al volumen absoluto de sus desequilibrios por cuenta corriente. Aunque en la actualidad se está produciendo un ajuste del desequilibrio estadounidense, para que siguieran reduciéndose los otros desequilibrios sería preciso que los países excedentarios incrementaran su demanda interna. Si todo el ajuste restante depende de las variaciones de los tipos de cambio, eso puede tener graves repercusiones negativas para los países que registran los mayores desajustes monetarios.

Actualmente se está produciendo un ajuste del déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos.

Las posibilidades de un fuerte estímulo para impulsar la expansión de la economía mundial son mucho mayores en Europa occidental que en China.

Sin embargo, no todos los países excedentarios tienen la misma capacidad de aumentar la demanda. En China, por ejemplo, eso es mucho más difícil que en otros lugares, ya que la demanda interna aumenta ya con rapidez y la economía está a punto de recalentarse. Con todo, la constante apreciación del yuan puede contribuir a un ajuste mundial de las balanzas comerciales ralentizando el crecimiento de las exportaciones y estimulando las importaciones. En cualquier caso, habida cuenta de las entradas cada vez mayores de capital a corto plazo, atraído por una apreciación de la moneda controlada por el Gobierno y por el incremento de las reservas en divisas, las autoridades chinas podrían considerar la posibilidad de revaluar el yuan hasta un determinado nivel de una sola vez y no mediante pequeños incrementos graduales.

Las posibilidades de aplicar un fuerte estímulo para impulsar la expansión de la economía mundial son mucho mayores en Europa occidental, donde la demanda interna se mantiene estable pero quintuplica con creces el volumen de la demanda interna china. Alemania en particular ha experimentado un auge sin precedentes de las exportaciones y en 2007 tenía un superávit por cuenta corriente de más de 180.000 millones de euros; al mismo tiempo, el incremento real de los salarios ha sido muy lento y existe un gran potencial infrautilizado para estimular la demanda interna. Un cambio de rumbo en la política salarial y la estimulación directa de la demanda interna contribuirían al proceso de ajuste. Si el Banco Central Europeo (BCE) redujera los tipos de interés durante el segundo semestre de 2008 y 2009, eso serviría de apoyo a dicho estímulo. Aunque tales políticas pueden parecer problemáticas en una coyuntura en que la subida de los precios de los combustibles y los alimentos ha hecho aumentar el índice de los precios al consumidor (IPC), el riesgo real de inflación sigue siendo bajo en Europa, ya que el alza de los precios al consumidor no ha ido acompañada de un aumento de los costos laborales unitarios. De hecho, en los últimos años la economía alemana ha registrado incluso un estancamiento de dichos costos, porque los salarios nominales han aumentado poco más que la productividad laboral (véase la sección D *infra*).

El Japón se encuentra en una situación similar a la de Alemania: es un gran país exportador (el volumen de sus exportaciones aumentó a una media anual del 9,3% entre 2001 y 2007) pero su demanda interna es débil (con un incremento anual medio de sólo el 1,1% durante el mismo período). Al igual que en Alemania, la demanda de los consumidores ha sido poco activa debido a muchos años de caída o

estancamiento de los salarios reales y al lento crecimiento del empleo. En tales circunstancias ha predominado la deflación. Ni la política del Banco del Japón de bajar los tipos de interés a cero, ni las medidas presupuestarias expansivas, ni el auge reciente de las exportaciones han podido invertir la tendencia. Según parece, será necesaria una intervención directa del Gobierno en el mercado de trabajo y un nuevo aumento del gasto público financiado mediante el déficit presupuestario para sacar finalmente al país de la trampa deflacionaria en que se encuentra atrapado y contribuir a mitigar la desaceleración económica mundial.

En vista del gran aumento registrado por sus ingresos de exportación en un período de tiempo relativamente breve, los exportadores netos de productos primarios, sobre todo de petróleo, quizás no puedan incrementar sus importaciones al mismo ritmo estimulando así la producción en el resto del mundo. Si bien estos países tienen una capacidad limitada para absorber de inmediato los mayores ingresos que perciben, podrían promover activamente la estabilidad financiera reciclando de manera eficaz y sin problemas el equivalente de sus grandes excedentes en la cuenta de capital, por ejemplo a través de los fondos de inversión soberanos. El hecho de que se haya pedido a fondos soberanos de países en desarrollo que ayuden a algunos grandes bancos europeos y estadounidenses a reconstituir su base de capital indica cuán importante podría ser ese reciclaje[2].

Las políticas monetarias son cada vez más divergentes.

Sin embargo, algunos gobiernos son reacios a aceptar esas inversiones de fondos soberanos de países en desarrollo. Si bien las actividades de muchos de esos fondos son poco transparentes, no hay indicios de que tengan objetivos básicamente distintos de los de otros inversionistas institucionales. Esto significa que parte de su cartera puede consistir en activos a corto plazo y a veces de carácter especulativo. Por lo demás, como las operaciones de esos fondos sirven al interés público de preservar parte de la riqueza nacional actualmente acumulada para su utilización futura, hay motivos para creer que gran parte de sus inversiones financieras se efectúan con una perspectiva a largo plazo. Eso quiere decir que disponen también de un considerable potencial para apoyar la financiación de proyectos públicos de infraestructura o inversiones reales de alto rendimiento en el sector manufacturero, los servicios o la agricultura de otros países en desarrollo. En todo caso, será importante encontrar modos de utilizar debidamente los excedentes acumulados por los países exportadores de petróleo que satisfagan los intereses tanto del país de origen como del sistema financiero internacional. Esto es especialmente importante porque los grandes superávit por cuenta corriente de los principales países exportadores de petróleo seguirán siendo probablemente una de las características de la economía mundial durante los próximos años.

En general, los principales bancos centrales han evidenciado una considerable coherencia y coordinación al responder a las crisis hipotecarias proporcionando liquidez a los bancos y las instituciones financieras afectados. Pero sus políticas monetarias son más divergentes que nunca. La Reserva Federal de los Estados Unidos ha sido muy agresiva en la reducción de los tipos de interés, mientras que otros bancos centrales han actuado con mucha mayor moderación y algunos, como el BCE y los bancos centrales de varias economías de mercados emergentes, incluso han elevado dichos tipos para intentar reducir el riesgo de una aceleración de la inflación. Los bancos centrales de los países directamente afectados por la liquidación de posiciones en las operaciones de arbitraje han elevado incluso fuertemente los tipos de interés para defender su tipo de cambio. En vez de tranquilizar el sistema, estas divergencias pueden ser una invitación a seguir especulando en los mercados de divisas.

Por eso, hay motivos de peso para intensificar y mejorar la coordinación de las políticas macroeconómicas y la vigilancia internacional de las variaciones de los tipos de cambio. La comunidad internacional no debería desatender las deficiencias del régimen actual de relaciones financieras y monetarias internacionales porque de lo contrario podría ver anulados todos los progresos realizados en las negociaciones comerciales multilaterales. Las grandes y arbitrarias oscilaciones de los tipos de cambio son más perjudiciales para el comercio mundial que la mayoría de aranceles. No basta con afrontar los problemas creados por la creciente incertidumbre reinante en los mercados financieros nacionales; también se necesita un planteamiento coordinado a nivel internacional para afrontar los desafíos mucho mayores de los desequilibrios mundiales y la inestabilidad de los mercados financieros internacionales (véase también UNCTAD, 2007).

D. Medidas macroeconómicas en respuesta al gran auge de los productos básicos

1. Las fluctuaciones de los precios de los productos básicos y el riesgo de inflación

En el último decenio, el mundo ha asistido a una explosión de los precios del petróleo por tercera vez desde el final de la segunda guerra mundial. A mediados de 2008, el petróleo llegó a cotizarse en 140 dólares el barril, alcanzando un nuevo máximo no sólo en términos nominales sino también en términos reales (véase el gráfico 1.2). En los países desarrollados, el costo de las importaciones de combustible pasó del 1,6% del PIB en 2002 al 3,6% en 2007. Con un precio medio de 125 dólares por barril, en 2008 la factura petrolera podría llegar a ser equivalente al 6% del PIB. En los países en desarrollo, las importaciones de combustible aumentaron del 2,7% del PIB en 2002 a aproximadamente el 5% en 2007 y podrían superar el 8% en 2008.

La subida vertiginosa del precio del petróleo ha ido acompañada de un drástico incremento de los precios de varios otros productos básicos, fenómenos que, combinados, han provocado un alza del IPC en muchos países desarrollados y en desarrollo. Además de sus repercusiones directas en el IPC, los precios del petróleo también influyen en los precios de muchos otros bienes y servicios para los cuales el petróleo es un insumo importante. De ahí que el riesgo de inflación sea motivo de preocupación para muchos de los responsables de la política monetaria y que se hayan hecho llamamientos a los bancos centrales a fin de que adopten medidas rigurosas para prevenir una nueva aceleración de la inflación.

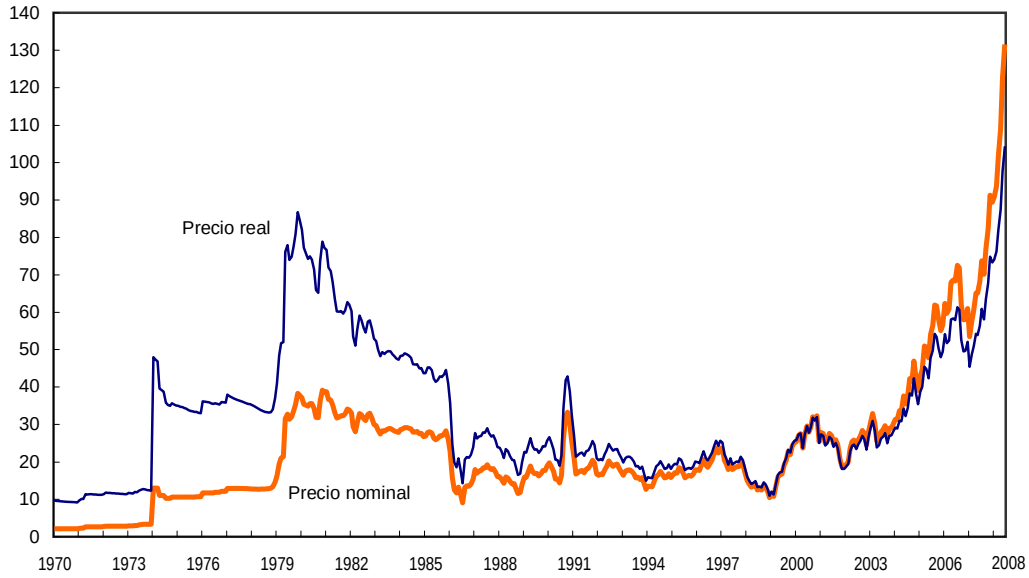
Aunque un aumento de los precios de los productos básicos ejerce una presión al alza en todos los precios, la elevación del IPC debido a un incremento excepcional de los costos de importación de resultas de cambios estructurales no puede considerarse inflación, pues ésta supone un aumento sostenido de todos los precios. El que un nivel relativamente más elevado de los precios provoque un aumento aislado del IPC o desencadene un proceso inflacionario depende en gran medida de la reacción de los salarios, que constituyen el precio interno más importante de toda economía. Los salarios no sólo son el mayor componente de los costos de producción en los países desarrollados y en desarrollo, sino que constituyen también la principal fuente de ingresos permanentes para la mayoría de la población. En los años setenta, la subida de los precios del petróleo produjo un aumento de los salarios nominales, lo cual a su vez ocasionó nuevos incrementos de los precios al consumidor, ya que los empleadores traspasaron el aumento de los costos salariales a los consumidores. La espiral inflacionaria de salarios y precios culminó en una situación de estanflación y desempleo creciente, porque los bancos centrales de los principales países consumidores pusieron fin a dicha espiral adoptando políticas monetarias sumamente restrictivas.

Hoy en día parece haber pocas probabilidades de que se vuelva a producir esa combinación de inflación galopante, recesión económica y aumento del desempleo. En los países desarrollados, los sindicatos rara vez exigen aumentos salariales exorbitantes, porque han aprendido las lecciones de anteriores crisis petroleras o han perdido poder de negociación (Flassbeck and Spiecker, 2008; Krugman, 2008). El riesgo de que se produzca una inflación galopante también parece ser relativamente bajo en la mayoría de los países en desarrollo, si se tiene en cuenta el comportamiento de los principales factores determinantes de la inflación en los últimos años. Entre 2000 y 2007, los salarios nominales (o la remuneración por empleado) aumentó con mayor rapidez que el IPC en los países desarrollados y también en Europa oriental, Asia y América Latina (véase el gráfico 1.3). Sin embargo, en ese período, la

Gráfico 1.2

PRECIO NOMINAL Y REAL DEL PETRÓLEO CRUDO, ENERO DE 1970-JUNIO DE 2008

(Dólares por barril)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en UNCTAD, *Commodity Price Statistics*, en línea; FMI, base de datos *International Financial Statistics*; y Banco Mundial, *Commodity Price Data* (Pink Sheet).

Nota: El precio del petróleo crudo es el promedio simple de los precios del petróleo de Dubai, Brent y Texas; el precio real es el precio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor (IPC) de los Estados Unidos, 2000 = 100.

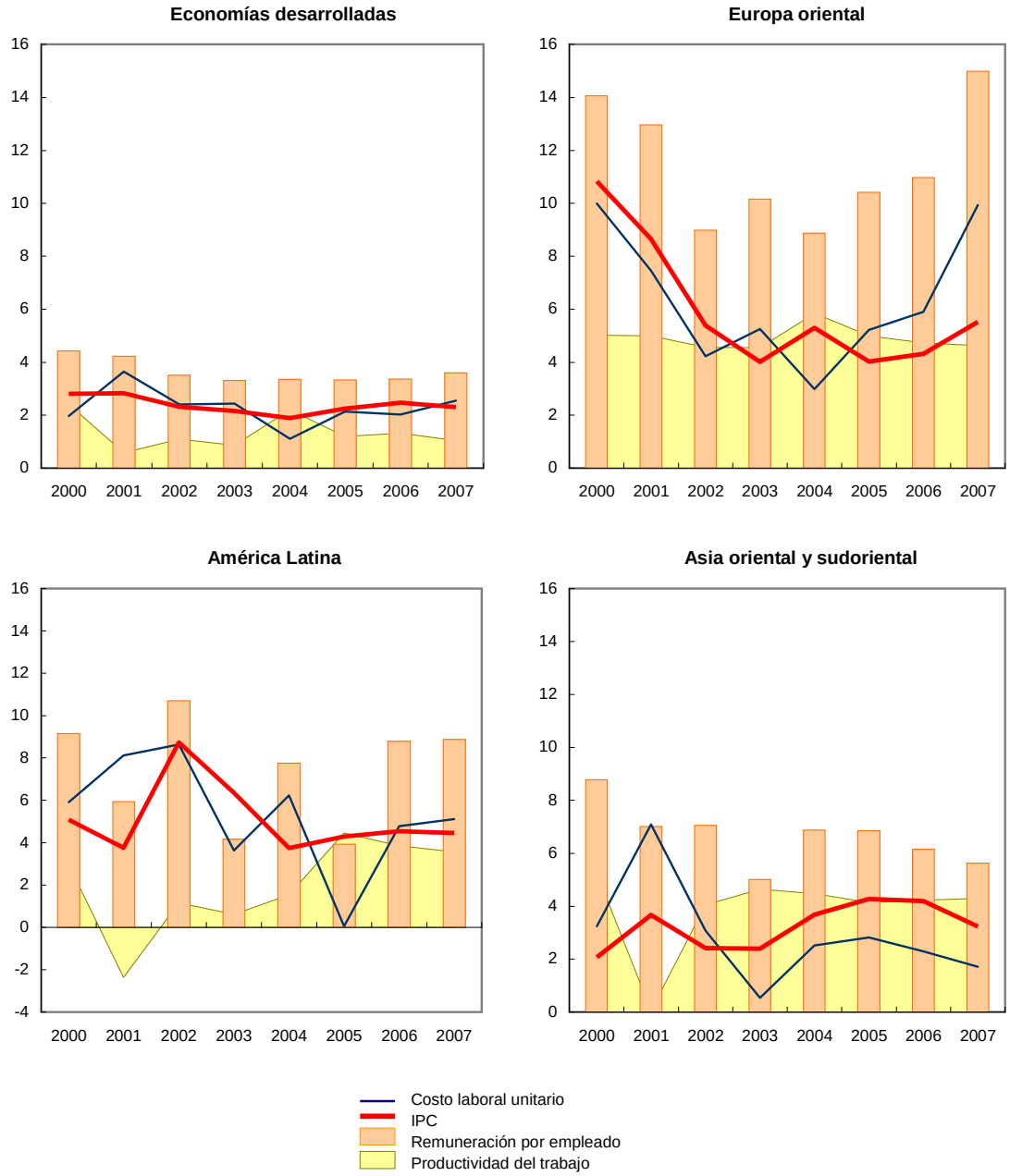
productividad laboral también se incrementó en la mayoría de los países. En consecuencia, los costos laborales unitarios aumentaron, en promedio, al mismo ritmo que los precios al consumidor. Esto indica que el riesgo de que se produzca una espiral inflacionaria de los salarios es bajo. Es aún más bajo en Asia oriental y sudoriental, donde los costos laborales unitarios disminuyeron, mientras que, en promedio, los precios al consumidor aumentaron. Asimismo, en América Latina, donde se registraron considerables fluctuaciones de los precios y los costos laborales unitarios, a mediano plazo éstos no ocasionaron un alza de los precios. En cambio, en Europa oriental, en promedio, los costos laborales unitarios aumentaron más rápidamente que los precios al consumidor.

Los promedios correspondientes a grupos de países ocultan considerables diferencias de un país a otro. Los países con mayor riesgo de padecer una espiral inflacionaria de los salarios son aquellos en que los costos laborales unitarios subieron más que la inflación en el período 2000-2006 y en que esta tendencia no se invirtió en 2007 (último año para el cual se dispone de datos), entre ellos Azerbaiyán, la Federación de Rusia, Islandia, Kazajstán, Letonia, Noruega, Rumania y Ucrania. Los países que presentan un riesgo bajo o moderado, pero creciente, de sufrir una espiral inflacionaria son, entre otros, la Argentina, Australia, Bulgaria, Dinamarca, el Ecuador, Estonia, Lituania, Nueva Zelandia, Polonia, Singapur, Suecia y Suiza. Los países que presentan un riesgo moderado o alto, pero decreciente, son, entre otros, China, Hungría, Indonesia y México. En cambio, en otros países europeos, el Japón y los Estados Unidos, así como en la mayoría de las economías en desarrollo sobre las cuales se dispone de datos pertinentes, a saber: Colombia, Egipto, Filipinas, Perú, Provincia china de Taiwán, República de Corea, Tailandia y Turquía, los costos laborales unitarios han aumentado menos que los precios al consumidor. En resumen, mientras que los precios de los productos básicos han seguido aumentando en 2008, a principios del año los costos laborales unitarios se mantenían relativamente estables en la mayor parte de los países desarrollados y en muchos países en desarrollo.

Gráfico 1.3

COSTO LABORAL UNITARIO, REMUNERACIÓN DEL TRABAJO, PRODUCTIVIDAD E ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EN DETERMINADOS GRUPOS DE PAÍSES, 2000-2007

(Variaciones anuales en porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en OCDE; Comisión Europea, base de datos AMECO; bases de datos de la Economist Intelligence Unit; y fuentes nacionales.

Nota: Se dan los promedios simples para cada grupo regional. En el grupo de las economías desarrolladas no está incluida Europa oriental. Europa oriental: Bulgaria, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. América Latina: Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú. Asia: China, Filipinas, Indonesia, Provincia china de Taiwán, República de Corea, Singapur y Tailandia.

Así pues, en muchos países el temor a la inflación y los consiguientes llamamientos a que se endurezcan las políticas monetarias podrían ser infundados, pero muchos observadores parecen estar subestimando el riesgo de un declive económico mundial. Como indicó Krugman (2008), "lo único que debemos temer... es el propio temor a la inflación, que podría inspirar políticas que empeorarían la situación". En efecto, habida cuenta de la fragilidad de la economía mundial, podría resultar equivocada la estrategia de fijar metas estrictas en materia de inflación y endurecer las políticas monetarias. Por lo tanto, se deberían estudiar formas innovadoras de conciliar los objetivos del crecimiento y la estabilidad de precios habida cuenta de los diversos factores que hacen subir los costos.

2. Una respuesta de política macroeconómica eficaz y mesurada

En los países en que la presión inflacionista va en aumento por el efecto combinado del alza de los precios de los productos básicos y un aumento de los costos laborales unitarios superior al objetivo de inflación, podría llegar a ser necesario adoptar políticas monetarias más restrictivas. En el segundo trimestre de 2008, los bancos centrales de varios países en desarrollo, como el Brasil, Chile, Colombia, Filipinas la India, Indonesia, México, el Perú y Viet Nam, elevaron los tipos de interés por temor a la inflación. Ese temor puede estar justificado en algunos de esos países, por los efectos secundarios del alza de los salarios. Sin embargo, las primeras medidas adoptadas por los bancos centrales de los países del Grupo de los 7 podrían resultar más perjudiciales que beneficiosas para la estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, la decisión del BCE de subir el tipo de interés oficial a principios de julio de 2008 para evitar que siguiera aumentando la tasa de inflación por encima del límite, más bien bajo, del 2%, puede tener repercusiones negativas para el crecimiento económico en la zona del euro y en otras zonas. Los datos disponibles hacen dudar de lo acertado de esa medida, pues en la mayor parte de los países de la región el aumento de los precios de los productos básicos no fue acompañado de incrementos insostenibles de los costos laborales unitarios.

> Un endurecimiento de la política monetaria puede empeorar las cosas.

De las escaladas del precio del petróleo y las recesiones mundiales de los años setenta se desprende una enseñanza clara para las autoridades económicas: las medidas destinadas a evitar que el aumento de los precios de los productos básicos provoque una disminución de los salarios reales pueden tener efectos secundarios y acelerar la inflación. Un endurecimiento de la política monetaria, que frene la inflación pero cause una recesión económica, puede empeorar las cosas. En esta situación, sólo una acción concertada entre los sindicatos, los empleadores, los gobiernos y los bancos centrales puede prevenir una espiral inflacionaria de los salarios y una desaceleración económica contraproducente.

Si el riesgo de inflación es acuciante, se requiere un acuerdo entre sindicatos y empleadores para mantener el *statu quo*. Al mismo tiempo, es preciso que los gobiernos y los bancos centrales se comprometan a perseguir activamente el objetivo del pleno empleo. Además, los gobiernos deben estar preparados para ayudar a los hogares más pobres, que son los más afectados por una caída de los salarios reales, con subsidios que les permitan satisfacer sus necesidades básicas. Este planteamiento debería tener como principal objetivo mantener el crecimiento de los salarios nominales en una franja determinada por la suma del crecimiento de la productividad y el objetivo de inflación oficial (y no la tasa de inflación real) (Flassbeck and Spiecker, 2008). Además, se podrían adoptar medidas fiscales para compensar los eventuales efectos negativos en el crecimiento de la demanda interna.

A nivel mundial, el aumento de los precios de los productos básicos provoca una redistribución de los ingresos reales de los países que consumen productos básicos caracterizados por su escasez a los países que los producen y exportan. Como se indicó más arriba, los efectos económicos mundiales de esa redistribución dependen de la forma en que los países que producen productos básicos utilicen sus beneficios excepcionales. Se puede evitar una caída de la demanda a nivel mundial si esas ganancias excepcionales se utilizan para incrementar las importaciones o se colocan gradualmente en los mercados de capitales para destinarlos a inversiones productivas en otros países. La dura lección que hay que aprender de las anteriores explosiones del precio del petróleo es que este proceso debe estar respaldado por políticas monetarias favorables a nivel mundial.

Los gobiernos y los bancos centrales no deben ver la situación actual como un dilema. Una evaluación de los riesgos muestra que, por término medio, la adopción de políticas ortodoxas entraña un riesgo elevado de recesión económica, mientras que se sobreestima en gran medida el riesgo de inflación galopante que pueden entrañar las políticas heterodoxas. Si bien el aumento de los precios de los productos básicos ha hecho subir los precios en general, la mayoría de las economías desarrolladas y muchas economías en desarrollo y en transición todavía no están al borde de una inflación incontrolable. ■

Notas

1 En el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007* se explicaban estas operaciones con el ejemplo siguiente: "Por ejemplo, un especulador experimentado, como un fondo de cobertura, puede tomar prestados 12.000 yenes en el Japón y comprar 100 dólares de los EE. UU., invertir esa cantidad en bonos de los Estados Unidos y obtener ingresos en concepto de intereses equivalentes a la diferencia entre el tipo de interés pasivo en el Japón, por ejemplo 0,25%, y el tipo de interés activo (más elevado) en los Estados Unidos, por ejemplo 5%. Las variaciones en el tipo de cambio entre el momento en que se obtiene el préstamo y se reembolsa la moneda de financiación pueden contribuir a aumentar las ganancias o pueden generar menos ganancias o incluso pérdidas. Pero si los tipos de cambio se mantienen estables, la ganancia derivada del tipo de interés sería de 4,75%. Sin embargo, tanto las ganancias como las pérdidas aumentan en gran medida con un alto coeficiente de apalancamiento, ya que por lo general los operadores utilizan cantidades enormes de fondos tomados en préstamo y muy poco capital propio. Por ejemplo, si se debe un capital de 10 dólares y se toma en préstamo el equivalente de diez veces ese valor en yenes, el factor de apalancamiento de 10 da lugar a un rendimiento neto del capital de 47,5%".

2 International Financial Services London (IFSL, 2008) estima que, desde que se inició la crisis hipotecaria, los fondos soberanos han invertido más de 60.000 millones de dólares en el capital social de bancos estadounidenses y suizos. Para un análisis más detallado de las actividades recientes de los fondos soberanos, véase UNCTAD, 2008.

Bibliografía

Flassbeck H and Spiecker F (2008). Fatale Fehlwahrnehmung. *Financial Times Deutschland*, 2 July.

IFSL (2008). Sovereign Wealth Funds. International Financial Services London, April.

Klein MR and Mak W (2008). Current quarter model of the United States. Forecast summary. Weekly update on the United States economy and financial markets. University of Pennsylvania, 30 June.

Krugman P (2008). A return of that 70s show? *New York Times*, 2 June.

UNCTAD (2007). Global and Regional Approaches to Trade and Finance. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (2008). *World Investment Report*. United Nations publication, sales no. E.08.II.D.23.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report*. United Nations publications, New York and Geneva.

Anexo del capítulo I

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES, 2001-2007

(Índice, 2000 = 100)

Región/país	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Países desarrollados							
Australia	97,8	103,8	116,7	126,8	130,7	129,9	138,9
Canadá	96,3	95,7	106,7	113,1	119,8	125,9	131,2
Dinamarca	101,3	103,3	108,3	108,8	107,1	106,1	107,1
Eslovaquia	100,5	94,2	107,3	127,7	128,7	135,0	147,6
Estados Unidos de América	104,9	104,9	98,9	94,5	91,7	90,2	86,2
Hungría	107,9	103,8	104,8	125,9	126,5	118,3	130,4
Japón	89,2	83,9	85,7	87,0	81,3	73,7	68,3
Noruega	102,7	110,8	110,5	104,0	106,7	105,7	106,7
Nueva Zelandia	98,9	108,4	125,3	134,7	140,8	129,9	140,2
Polonia	111,9	100,0	89,0	92,9	102,5	103,2	105,4
Reino Unido	96,9	97,3	93,6	101,5	100,0	99,8	96,0
República Checa	106,2	112,2	108,8	113,9	119,7	124,9	127,3
Rumania	101,6	103,4	100,4	100,5	117,6	124,3	133,3
Suecia	91,8	93,9	101,0	100,6	95,5	93,9	96,8
Suiza	102,6	106,9	108,0	106,6	103,9	100,8	97,2
Zona del euro	100,4	104,8	116,1	117,3	113,6	110,8	113,9
Alemania	98,7	100,2	105,3	106,4	104,1	102,5	103,8
Austria	99,6	100,9	103,8	104,2	103,2	101,6	101,2
España	100,9	104,3	109,9	111,8	112,1	113,0	114,6
Finlandia	100,5	102,6	108,2	105,7	101,4	99,5	100,2
Francia	99,9	101,9	107,8	108,6	107,5	105,5	107,3
Grecia	100,1	104,3	110,1	111,7	110,9	110,1	111,9
Irlanda	102,6	107,9	119,3	122,4	121,6	123,3	126,3
Italia	100,4	103,6	110,9	112,2	109,7	108,3	109,6
Países Bajos	103,7	107,0	111,7	109,2	107,2	105,7	109,0
Portugal	102,4	104,8	109,3	109,2	107,9	107,1	108,7
Europa sudoriental y CEI							
Albania	104,1	106,4	99,7	107,5	110,5	112,6	112,6
Armenia	95,2	90,3	82,7	87,2	93,8	97,8	109,7
Azerbaiyán	98,2	89,9	75,8	74,7	82,7	85,3	92,4
Belarús	92,5	98,3	96,2	93,5	97,2	97,0	92,7
Bosnia y Herzegovina	100,5	98,8	98,8	96,8	98,1	101,6	101,9
Croacia	102,8	103,4	103,6	104,7	106,9	108,4	108,5
ex República Yugoslava de Macedonia	101,8	103,1	103,9	101,5	97,3	95,8	94,1
Federación de Rusia	117,2	121,0	123,3	130,4	139,4	151,7	156,3
Georgia	102,6	98,2	94,4	104,5	101,6	109,4	111,1
Kazajstán	101,0	98,1	95,9	99,6	104,1	112,4	112,2
Serbia y Montenegro	134,5	171,9	189,6	174,8	161,7	258,6	297,4
Turkmenistán	80,7	67,7	58,2	52,8	47,8	41,4	39,8
Ucrania	111,0	109,0	100,6	97,2	104,9	107,9	106,7
Uzbekistán	53,1	46,8	36,6	33,9	30,8	29,1	28,1

Anexo del capítulo I (continuación)

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES, 2001-2007

(Índice, 2000 = 100)

Región/país	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Economías en desarrollo							
África							
Angola	115,2	120,0	132,7	163,7	183,1	222,3	246,6
Argelia	104,2	96,5	87,9	90,6	85,9	85,9	86,6
Benin	102,7	103,5	117,1	122,9	123,4	116,4	118,4
Burkina Faso	103,9	107,7	118,5	120,5	125,7	121,9	123,4
Camerún	102,2	102,7	105,6	109,0	103,6	105,2	108,0
Chad	110,5	115,6	122,9	134,0	141,3	149,2	162,7
Congo	100,5	108,9	128,7	134,7	136,6	137,9	153,5
Côte d'Ivoire	100,6	101,5	108,2	110,7	114,0	111,6	113,2
Egipto	90,4	78,6	56,5	55,0	59,9	61,4	61,4
Gabón	98,9	101,5	117,0	122,4	118,2	119,2	127,9
Ghana	101,7	99,9	100,5	98,8	108,8	114,9	112,5
Guinea Ecuatorial	104,9	115,3	132,1	147,3	150,6	158,0	170,0
Kenya	106,3	106,9	114,2	113,4	122,1	141,4	149,0
Madagascar	111,7	119,2	114,0	80,0	85,5	84,8	98,9
Malí	107,2	111,7	120,6	122,3	125,9	118,8	121,3
Marruecos	96,4	97,0	94,1	92,4	89,9	91,5	91,1
Mauricio	95,5	94,5	92,9	89,5	84,7	83,2	84,2
Mozambique	86,2	89,2	77,9	77,4	79,8	80,2	94,0
Nigeria	109,7	113,1	108,4	116,2	129,2	135,4	137,2
República Unida de Tanzanía	98,5	87,4	76,4	65,5	66,6	61,3	63,9
Senegal	101,1	103,7	106,8	109,9	107,7	107,4	108,7
Sudáfrica	87,7	75,8	100,2	109,8	110,9	105,0	114,7
Sudán	108,5	116,8	117,9	127,7	143,0	179,2	199,3
Túnez	99,2	101,3	96,3	91,2	88,7	89,6	86,1
Uganda	96,5	91,8	77,0	78,7	82,9	81,4	82,6
Zambia	111,0	111,5	109,0	112,2	134,0	181,3	188,4
América Latina y el Caribe							
Argentina	105,9	44,4	49,2	47,0	47,0	46,0	45,1
Barbados	102,5	100,1	97,7	92,8	94,7	98,5	98,6
Bolivia	99,6	97,0	91,4	88,7	83,7	79,4	79,0
Brasil	83,0	74,0	76,0	80,8	99,3	110,9	118,9
Chile	89,8	84,4	80,2	85,6	91,8	95,4	93,5
Colombia	94,6	92,5	82,2	92,5	104,6	102,6	115,2
Costa Rica	102,5	99,9	94,6	92,8	93,4	91,5	92,7
Cuba	92,1	96,3	84,9	78,1	78,4	81,7	76,3
Ecuador	136,7	151,0	153,7	152,1	147,6	147,2	141,9
El Salvador	100,9	100,5	100,2	100,9	100,1	99,4	98,6
Guatemala	104,3	111,3	112,5	116,8	126,2	129,1	130,8
Haití	96,3	87,2	82,8	108,6	112,3	123,6	142,7
Honduras	102,7	101,4	100,1	99,6	101,5	103,2	106,5

Anexo del capítulo I (conclusión)

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES, 2001-2007

(Índice, 2000 = 100)

Región/país	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Jamaica	99,5	97,4	83,1	82,8	88,0	89,8	85,1
México	105,2	105,4	95,6	92,9	96,1	96,2	96,2
Nicaragua	92,4	87,7	83,9	82,2	81,5	81,8	85,2
Panamá	99,0	97,8	92,4	87,8	86,0	83,8	82,1
Paraguay	98,9	92,9	90,6	98,9	89,1	98,8	108,0
Perú	102,8	100,3	97,1	96,5	97,1	94,7	94,0
República Dominicana	102,9	97,0	72,3	77,1	107,4	101,3	103,8
Trinidad y Tabago	105,4	107,0	107,4	107,4	109,9	112,6	116,9
Uruguay	99,6	75,9	62,9	62,5	70,8	69,5	70,3
Venezuela (República Bolivariana de)	103,9	78,0	69,6	71,0	70,3	74,8	84,3
Asia y Oceanía							
Arabia Saudita	103,4	101,3	94,6	89,2	86,6	86,3	84,2
Bahrein	101,5	98,7	94,1	92,0	90,2	88,6	86,6
Bangladesh	95,6	91,4	85,7	83,0	80,2	77,1	74,5
Brunei Darussalam	105,3	102,1	97,4	92,3	90,5	88,3	90,2
Camboya	96,5	97,4	92,1	89,0	95,3	96,1	100,7
China	103,9	101,7	96,3	94,2	92,7	92,8	96,1
Emiratos Árabes Unidos	110,3	112,4	108,4	105,8	107,1	116,0	119,0
Filipinas	95,2	95,8	89,6	87,1	92,7	102,9	111,8
India	100,2	98,8	99,6	100,1	102,6	100,6	109,7
Indonesia	95,7	116,4	125,8	120,8	118,5	137,3	137,6
Irán (República Islámica del)	110,2	109,6	97,0	96,9	100,7	107,5	117,5
Jordania	98,3	95,2	98,4	99,2	98,6	98,8	97,1
Kuwait	107,8	107,7	103,6	100,0	100,3	100,8	101,0
Líbano	99,7	98,0	92,6	91,0	86,5	86,3	81,6
Malasia	104,9	104,9	99,9	95,3	95,0	97,0	99,2
Nepal	97,9	95,2	95,1	94,4	98,5	100,6	101,3
Omán	104,9	102,8	97,5	92,8	89,7	87,2	84,7
Pakistán	90,2	92,5	90,7	89,2	90,2	91,7	89,9
Papua Nueva Guinea	95,9	88,3	95,7	95,8	98,6	99,8	96,1
Qatar	111,1	111,9	106,6	105,4	108,9	121,5	131,4
República Árabe Siria	106,1	97,3	81,8	76,2	84,1	91,5	94,2
República de Corea	93,1	97,2	99,9	101,5	111,8	118,0	116,1
Singapur	99,4	97,3	95,3	94,6	93,1	95,0	95,1
Sri Lanka	98,6	98,1	96,8	90,8	98,5	104,0	97,1
Tailandia	94,5	96,9	96,0	96,0	97,5	104,3	110,0
Turquía	78,9	89,2	98,5	102,9	115,1	113,4	116,4
Viet Nam	99,4	96,3	90,8	90,8	94,0	95,2	94,9
Yemen	111,1	116,8	120,3	127,6	131,8	141,7	144,0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de las bases de datos *Direction of Trade* e *International Financial Statistics* del FMI.

Nota: El índice del tipo de cambio efectivo real es el índice del tipo de cambio nominal medio ponderado en función de los intercambios comerciales y ajustado en función de las variaciones del índice de precios al consumidor. Una elevación del índice indica una pérdida de competitividad.

Capítulo II

AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS E INESTABILIDAD

A. Introducción

Uno de los rasgos sobresalientes de la economía mundial a partir de 2002 ha sido la notable alza de los precios de los productos básicos en los mercados internacionales. El alza responde a la evolución relativamente satisfactoria y estable de la economía mundial, al rápido crecimiento y cambios estructurales en varias grandes economías en desarrollo y la atención cada vez mayor de las autoridades y los participantes en el mercado a los problemas que plantean el cambio climático y la reducción de las reservas de petróleo.

Los altos precios de los productos básicos tienen efectos positivos inmediatos en las economías en desarrollo y en transición que los exportan, dado que aumentan los ingresos por concepto de exportaciones. A su vez, esto eleva el potencial de financiación de nuevas inversiones en infraestructura y capacidad productiva que son necesarias para avanzar en el proceso de diversificación, cambio estructural y expansión del producto y el empleo. El aprovechamiento de este potencial para ampliar la capacidad productiva y elevar la productividad depende de la distribución de los ingresos de exportaciones de productos básicos entre los interesados nacionales y extranjeros y del destino que se dé a la parte de esos ingresos que retenga el país exportador.

Por otra parte, los países en desarrollo no sólo son exportadores de productos básicos, sino también importadores. Para muchos de ellos, el alza del precio de algunos de esos productos se ha traducido en mayores gastos de importación y un deterioro de la relación de intercambio, según sea su estructura de comercio exterior. Además, la contracción de algunos mercados de alimentos en los últimos meses ha planteado graves problemas a muchos países en desarrollo en cuanto a proveer alimentos a precios asequibles a los segmentos más pobres de la población. Las dramáticas consecuencias sociales y humanitarias que tiene este fenómeno están dificultando el avance en la consecución de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM).

El aumento de los precios de los alimentos y los productos energéticos también causa preocupación en los países desarrollados y en desarrollo por la influencia que podría ejercer en la inflación. En este contexto, lo que importa no es sólo el efecto directo que tiene el alza del precio de los productos básicos en el índice de precios al consumidor, sino también, e incluso en mayor medida, los efectos indirectos que pueden tener los sucesivos intentos de aumentar otros precios y los salarios, en respuesta a lo que se perciba como una pérdida de ingresos reales

provocada por el alza original de los precios de la energía y los alimentos. Los bancos centrales pueden reaccionar ante la presión alcista en los precios con medidas monetarias restrictivas.

La situación actual, caracterizada por el alza desorbitada del precio de los productos básicos esenciales y una gran incertidumbre con respecto a las tendencias a corto plazo, ilustra las distintas facetas del cuadro que presentan los productos básicos. La clasificación estereotipada en que los países en desarrollo aparecen como exportadores de productos básicos y los países desarrollados como importadores ha perdido validez; para un país el aumento de los precios puede traducirse en un mayor ingreso con respecto a uno de estos productos, pero también mayores gastos de importación con respecto a otro. La respuesta de los actores privados y las autoridades ante la variación de los precios relativos y sus efectos en el ingreso real es extremadamente importante para la estabilidad del crecimiento y un mayor avance en materia de desarrollo, en particular la consecución de los ODM. De hecho, las consecuencias macroeconómicas y sociales de la evolución de los precios de los productos básicos son un elemento muy importante de la agenda de políticas, no sólo de los países en desarrollo sino también de los desarrollados, como demuestran las reiteradas referencias a los precios de los productos básicos y su volatilidad en los comunicados del Grupo de los Ocho (G-8)[1].

La incertidumbre con respecto a los principales precios suele influir negativamente en la planificación de las inversiones y la producción por parte de vendedores y compradores, además de dificultar la gestión macroeconómica, fiscal y financiera. Es por esto que, desde el punto de vista de los países en desarrollo cuyas ganancias por exportaciones y cuyo ingreso nacional dependen mucho de los mercados de productos básicos, tanto el precio de los productos básicos como su volatilidad han sido siempre un motivo de preocupación. En parte como consecuencia de esa volatilidad, las economías dependientes de los productos básicos tienen una tasa media de crecimiento a largo plazo inferior a la de las economías con una estructura productiva más diversificada y mayores dificultades para reducir la pobreza (UNCTAD, 2002a).

El presente capítulo está dedicado a los distintos aspectos de los mercados actuales de productos básicos. En primer lugar se analiza la evolución reciente de los precios y los factores que los han determinado, entre otros, el vínculo existente entre los mercados financieros y de productos básicos, sobre todo en vista de que estos últimos parecen haber adquirido más importancia en los últimos años. En la sección C del capítulo se analizan en más detalle los orígenes y las repercusiones de la crisis alimentaria que se inició en el primer semestre de 2008, mientras en la sección D se examina la inestabilidad de los precios de los productos básicos, sus consecuencias, en especial para los países en desarrollo, y las medidas de política que se podrían adoptar para solucionar los problemas que plantea la inestabilidad.

B. Tendencias recientes de los precios de los productos básicos y relación de intercambio

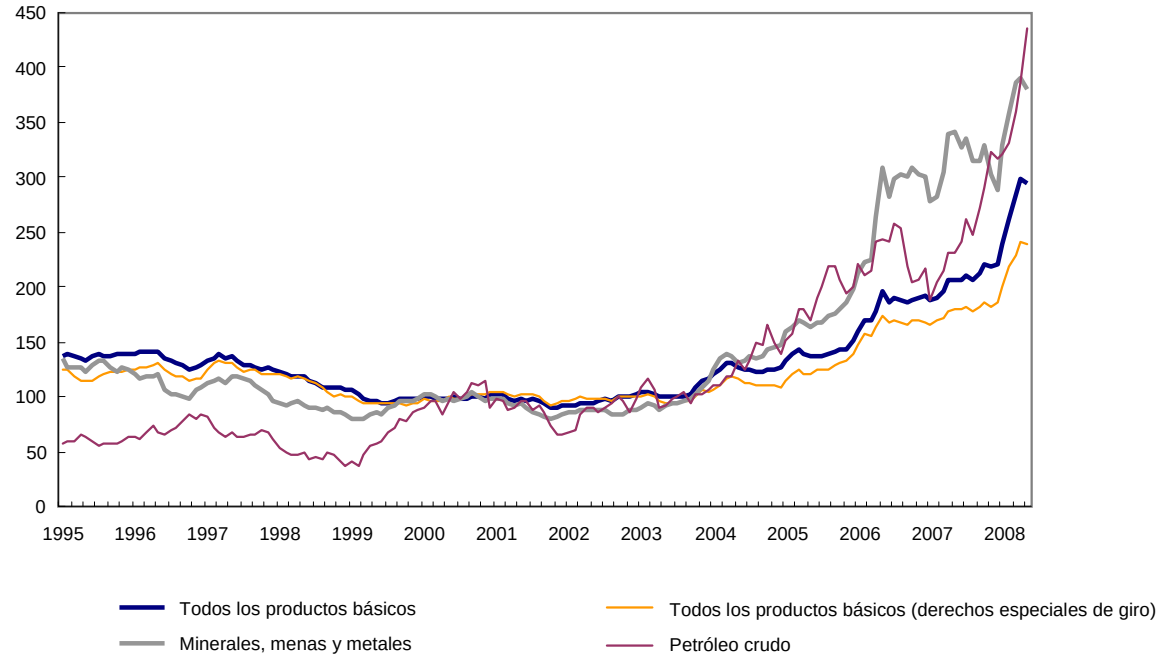
1. *Tendencias de los precios de los productos básicos*

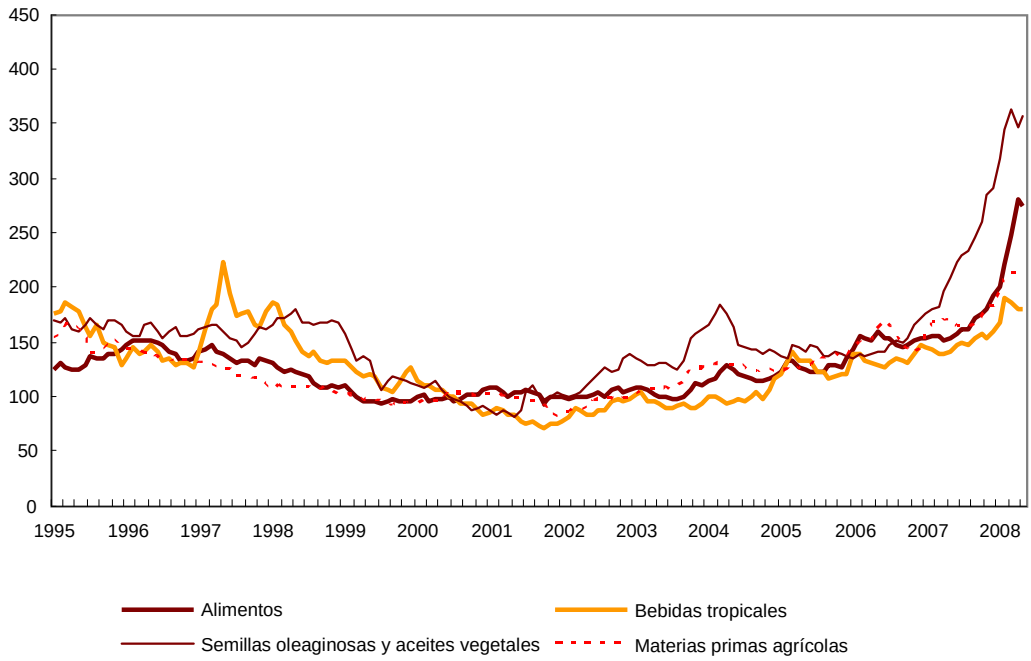
Desde 2002 los precios nominales de todos los grupos de productos básicos han seguido una tendencia al alza (gráfico 2.1). En 2008, esos precios eran en general mucho más altos que los máximos registrados a mediados de los años noventa, con la excepción de las bebidas tropicales. El aumento de los precios obedece fundamentalmente a la rápida expansión de la demanda proveniente de varias economías en desarrollo en proceso de acelerado crecimiento, sobre todo de China y la India, que hacen un uso intensivo de energía y materias primas con fines de industrialización, urbanización y desarrollo de la infraestructura (*TDR 2005*, cap. II). La creciente demanda se ha visto enfrentada a limitaciones de la

Gráfico 2.1

ÍNDICES MENSUALES DE PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS POR GRUPOS DE PRODUCTOS, ENERO DE 1995 A MAYO DE 2008

(Índices, 2000 = 100)





Fuente: UNCTAD, *Estadísticas de precios de productos básicos* en línea.
Nota: El precio del petróleo crudo es el promedio de los précios del petróleo de Dubai, Brent y Texas con igual ponderación. Los precios se expresan en dólares corrientes a menos que se indique lo contrario.

oferta porque en el período de precios relativamente bajos de los años noventa se hicieron escasas inversiones con fines de desarrollo de la capacidad en los sectores petrolero y minero. Aunque las inversiones destinadas a exploración y ampliación de la capacidad productiva se han incrementado desde 2002, han surgido graves obstáculos tecnológicos y geológicos, por lo que la respuesta de la oferta ha sido débil.

Los precios de los grupos de productos básicos han tenido una evolución heterogénea (gráfico 2.1). Hasta el año 2006, el alza media del precio de los productos mineros (minerales, menas y metales) y del petróleo crudo superó la de los productos agrícolas (alimentos, bebidas tropicales, semillas oleaginosas y aceites vegetales, y materias primas agrícolas). En 2007 aumentaron los precios de todos los grupos, con la excepción de una breve corrección de los productos mineros, pero estos promedios ocultan grandes diferencias dentro de cada grupo (cuadro 2.1).

Las alzas de precios de las semillas oleaginosas y los aceites vegetales se aceleraron a partir de mediados de 2006. Dado el acelerado aumento del precio de la mayoría de los alimentos en el tercer trimestre de 2007, el relativamente escaso incremento de los índices agregados de precios de los alimentos en 2007 puede parecer sorprendente. El fenómeno responde a la baja del precio de las bananas y el azúcar, dos productos que representan un alto porcentaje de las exportaciones de alimentos de los países en desarrollo. El aumento de los ingresos de los países en desarrollo en rápido proceso de crecimiento es uno de los factores que ha conducido al alza de los precios de los productos agrícolas. A medida que mejora el nivel de vida de esos países, no sólo se ha incrementado la demanda de alimentos de los consumidores, sino que también han cambiado sus hábitos alimentarios, lo que ha elevado la demanda de productos de la ganadería y, por lo tanto, de forraje. Además, el alza del precio del petróleo ha influido en los precios de los alimentos, las semillas oleaginosas y los aceites vegetales, por haber aumentado el uso de la escasa superficie cultivable para obtener cultivos destinados a la producción de biocombustibles como una alternativa al petróleo. Esta tendencia se ha visto reforzada por las políticas de la Unión Europea y de los Estados Unidos destinadas a sustituir rápidamente los combustibles tradicionales por biocombustibles.

En términos reales, en 2007 los precios de todos los grupos de productos básicos, con la excepción de metales y minerales, y el precio medio de todos los productos básicos comercializados a nivel internacional se mantuvieron a un nivel inferior a los máximos registrados en la década de 1970 (UNCTAD, 2008a). El carácter cíclico que caracteriza a los precios de los productos básicos permitiría suponer que la oferta y la demanda deberían adaptarse a los precios más altos y que éstos terminarían por bajar. Sin embargo, hay rasgos estructurales, como la creciente demanda de productos básicos en los países en desarrollo asiáticos en proceso de rápido crecimiento y la dificultad cada vez mayor para encontrar nuevas fuentes de recursos naturales no renovables, que hacen pensar en una reorientación a largo plazo de esos mercados. La prolongación de la tendencia alcista de los precios de los productos básicos cuestionaría la validez de la hipótesis tradicional de la economía del desarrollo según la cual a largo plazo los precios de los productos básicos terminan por bajar. Además, muchos países en desarrollo que adquieren cada vez más importancia como importadores de productos básicos muestran una mayor vulnerabilidad al aumento de precios.

El alza de los precios de los productos básicos registrada a partir de 2002 y la lenta respuesta de la oferta se han traducido en reducidas existencias de muchos de estos productos, situación que suele intensificar las prácticas especulativas. Los inversores financieros también han aumentado sus inversiones en futuros y opciones de productos básicos debido a las turbulencias de los últimos meses en los mercados financieros. Aunque no hay pruebas concluyentes de la medida en que la especulación ha contribuido al alza de los precios de los productos básicos, lo más probable es que haya acentuado considerablemente las variaciones de precios provocadas originalmente por los cambios en las variables fundamentales del mercado (recuadro 2.1).

La depreciación del dólar es otro factor que contribuye al alza de los precios expresados en dólares. Dado que los precios de los productos básicos suelen estar denominados en dólares, el incremento de sus precios es menor en las monedas que se valorizan con respecto al dólar. Por ejemplo, entre mayo de 2007 y mayo de 2008 el índice de precios de los productos básicos (excluidos los combustibles) registró un aumento en dólares de un 41,9%; expresado en derechos especiales de giro, el aumento es de un 32,7% (gráfico 2.1) y en euros de un 23,3%. Si el alza del precio de un producto básico es menor cuando se expresa en la moneda del país importador de ese producto, la respuesta de la demanda también será menos acentuada que en el caso de una depreciación del dólar.

Cuadro 2.1

PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, 2002-2007

(Cambio porcentual con respecto al año anterior)

Grupo de productos básicos	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2002-2007*[a]
Todos los productos[b]	**0,8**	**8,1**	**19,9**	**11,7**	**30,4**	**12,9**	**133,2**
Todos los productos (en derechos especiales de giro)[b]	**-0,8**	**-0,2**	**13,6**	**12,0**	**30,7**	**8,5**	**80,1**
Todos los alimentos	**2,9**	**4,1**	**13,2**	**6,3**	**16,3**	**13,3**	**65,0**
Alimentos y bebidas tropicales	**0,4**	**2,3**	**13,2**	**8,8**	**17,8**	**8,6**	**61,2**
Bebidas tropicales	11,7	6,2	6,4	25,5	6,7	10,4	67,0
Café	4,7	8,7	19,8	43,8	7,1	12,5	125,6
Cacao	63,3	-1,3	-11,8	-0,7	3,5	22,6	9,8
Té	-9,5	8,4	2,1	9,1	11,7	-12,3	18,2
Alimentos	-0,5	1,9	13,9	7,2	19,0	8,5	60,5
Azúcar	-20,3	2,9	1,1	37,9	49,4	-31,7	46,4
Carne de vacuno	-0,3	0,4	17,8	4,1	-2,4	1,9	22,6
Maíz	10,4	6,5	5,0	-12,0	24,4	38,2	69,2
Trigo	16,6	-0,7	6,8	-1,4	26,6	34,3	77,7
Arroz	11,0	4,1	23,1	17,1	5,5	9,5	73,4
Bananas	-9,6	-28,7	39,9	9,9	18,5	-0,9	28,6
Semillas oleaginosas y aceites	**24,9**	**17,4**	**13,2**	**-9,5**	**5,0**	**52,9**	**93,1**
Soja	8,6	24,1	16,1	-10,4	-2,2	43,0	80,6
Materias primas agrícolas	**-2,4**	**19,8**	**13,4**	**3,9**	**15,0**	**11,2**	**80,5**
Cueros y pieles	-2,9	-16,8	-1,7	-2,1	5,1	4,5	-12,1
Algodón	-3,6	37,2	-3,3	-11,6	5,9	10,2	36,8
Tabaco	-8,2	-3,5	3,6	1,8	6,4	11,7	20,9
Caucho	33,1	41,7	20,3	15,2	40,4	8,6	199,4
Maderas tropicales	-10,5	20,1	19,2	0,3	-4,7	19,5	63,6
Minerales, menas y metales	**-2,7**	**12,4**	**40,7**	**26,2**	**60,3**	**12,8**	**260,8**
Aluminio	-6,5	6,0	19,8	10,6	35,4	2,7	95,4
Fosfato en bruto	-3,3	-5,9	7,8	2,5	5,3	60,5	75,7
Mineral de hierro	-1,1	8,5	17,4	71,5	19,0	9,5	184,7
Estaño	-9,4	20,6	73,8	-13,2	18,9	65,6	258,1
Cobre	-1,2	14,1	61,0	28,4	82,7	5,9	356,5
Níquel	14,0	42,2	43,6	6,6	64,5	53,5	449,4
Mineral de tungsteno	-41,8	18,0	22,9	120,7	36,2	-0,6	333,5
Plomo	-4,9	13,8	72,0	10,2	32,0	100,2	469,9
Zinc	-12,1	6,3	26,5	31,9	137,0	-1,0	316,4
Oro	14,4	17,3	12,6	8,7	35,9	15,3	124,7
Petróleo crudo	**2,0**	**15,8**	**30,7**	**41,3**	**20,4**	**10,7**	**185,1**
Partida pro memoria:							
Manufacturas[c]	**0,6**	**9,2**	**8,3**	**2,5**	**3,4**	**7,5**	**34,8**

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en UNCTAD, *Estadísticas de precios de productos básicos* en línea y División de Estadística de las Naciones Unidas, *Monthly Bulletin of Statistics*, varios números.

Nota: En dólares corrientes, a menos que se indique lo contrario.

a Cambio porcentual entre 2002 y 2007.

b Con la excepción del petróleo crudo.

c Valor unitario de las exportaciones de bienes manufacturados de países desarrollados.

Recuadro 2.1

FORMACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y ESPECULACIÓN

Los especuladores han desempeñado tradicionalmente una valiosa función en los mercados de productos básicos primarios por permitir a los vendedores y compradores de estos productos protegerse de los riesgos relacionados con los precios. Sin embargo, en los últimos años la especulación puede haber sido excesiva y haber amplificado en tal medida las variaciones de precios que éstos han dejado de reflejar los parámetros fundamentales del mercado (Masters, 2008).

Las principales bolsas de productos básicos del mundo han registrado volúmenes sin precedentes de operaciones comerciales, a lo que ha contribuido el uso de medios electrónicos y el mayor interés demostrado por los inversores institucionales. En 2007, las operaciones de futuros y opciones de productos agrícolas aumentaron un 32%, de productos energéticos, un 28,6%, y de metales industriales, un 29,7% (Burghardt, 2008). Además, según datos del Banco de Pagos Internacionales, la suma pendiente correspondiente a operaciones extrabursátiles de derivados de productos básicos aumentó aproximadamente el 160% entre junio de 2005 y junio de 2007[a]. Los nuevos actores de los mercados de productos básicos como los fondos de inversión, fondos de pensiones y fondos de cobertura -a los que se han sumado últimamente los fondos soberanos- se han convertido en importantes protagonistas de los mercados internacionales de futuros y opciones de productos básicos. De acuerdo con una estimación, las inversiones en índices de productos básicos han aumentado de menos de 13.000 millones de dólares a fines de 2003 a 260.000 millones en 2008 (Masters, 2008). Además, según los informes periodísticos, el comercio de derivados de petróleo ha aumentado de 30 a 35 veces más que el comercio del producto en sí entre 2000 y 2006.

Por diversos motivos, es difícil determinar en qué medida influye la especulación en la formación de precios. En las estadísticas no se distingue entre clientes comerciales y especuladores y las operaciones especulativas se realizan en parte en un contexto extrabursátil (por ejemplo, directamente entre los bancos y sus clientes), por lo que no se consignan en los registros de los organismos reguladores de las bolsas de productos básicos. Además, estas operaciones no son absolutamente transparentes, aunque en un informe elaborado por miembros del Senado de los Estados Unidos (2006: 2) se presenta la siguiente conclusión con respecto al mercado de petróleo: "Aunque es difícil cuantificar la influencia que ejerce la especulación en los precios, hay pruebas fehacientes de que las numerosas operaciones especulativas en el mercado han contribuido en gran medida al alza de los precios. Varios analistas estiman que las compras especulativas de futuros de petróleo incrementaron el precio actual del barril de crudo en 20 a 25 dólares, lo que ha elevado el precio de 50 dólares a cerca de 70 por barril".

Las fluctuaciones de los precios del petróleo también influyen en el precio de otros productos básicos, porque muchas de las operaciones se hacen conforme a índices, es decir a conjuntos de productos en los que el petróleo suele ocupar un lugar primordial. La conducta de los especuladores que operan con índices difiere de la actitud de los especuladores tradicionales. Estos últimos contribuyen a la determinación de los precios por el hecho de que venden y compran contratos de opciones y futuros. En cambio, quienes especulan con índices se sienten atraídos hacia los mercados de productos básicos porque tradicionalmente las fluctuaciones de los precios de esos productos han estado desvinculadas de las registradas en los mercados bursátiles y de bonos. Los especuladores se empezaron a interesar en las bolsas de productos básicos después del estadillo de la burbuja "puntocom" en los mercados bursátiles y, posteriormente, cuando se desencadenó la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Quienes especulan con índices conciben la compra de derivados de productos básicos como una decisión de distribución de la cartera y asignan parte de ésta a futuros de productos básicos, independientemente del precio que éstos tengan en los respectivos mercados. Los especuladores de este tipo suelen sustituir un contrato de futuros por otro cuando se acerca la fecha inicial de vencimiento. Solamente venden su posición cuando varían la composición de la cartera, por lo que no suelen contribuir a la liquidez del mercado. Esta insensibilidad a los precios surte un efecto multiplicador en las bolsas de productos básicos.

Los precios de los futuros son uno de los criterios determinantes de los precios al contado[b]. Por ejemplo, un productor de trigo se sentirá satisfecho de poder vender toda su futura cosecha en el momento de la siembra si el precio preestablecido de los futuros es suficiente para garantizarle una rentabilidad alta. Los precios de los futuros suben ante un mayor interés por comprar trigo para entrega a futuro, por ejemplo porque se prevé una escasez de la oferta. Según las descripciones clásicas de los mercados de futuros de productos básicos, las

Recuadro 2.1 (conclusión)

actividades especulativas en esos mercados sólo afectan a los mercados al contado en lo que se refiere a las expectativas con respecto a los precios, y no influyen en las decisiones de los agentes que realizan operaciones al contado, pero una escasez prevista de la oferta y el consiguiente aumento sostenido de los precios de los futuros también alienta a los consumidores (las panaderías, por ejemplo) a comprar toda la harina de trigo que puedan inicialmente, es decir antes de que los precios al contado suban aún más. Por lo tanto, podría ocurrir que un aumento sostenido de los precios de los futuros aliente a quienes comercian con el producto tangible (por ejemplo, las panaderías) a iniciar también actividades especulativas. Siguiendo con el ejemplo anterior, esto significaría que las panaderías comenzarían a acaparar harina para evitar durante el mayor tiempo posible el aumento previsto del precio al contado de la harina. Este proceder se explica por las posibilidades extremadamente limitadas de sustituir la harina de trigo por otro producto a corto plazo. Si los índices son objeto de mucha especulación, y si a esto se suma una baja elasticidad de la demanda a los precios, los precios al contado seguirán siendo altos. Y sólo un fuerte choque de la oferta podrá revertir el alza de precios provocada por la especulación.

El proceso acumulativo del aumento de los precios de los futuros y los precios al contado no se interrumpirá mientras no desaparezcan las expectativas de escasez futura de la oferta. Si el alza de precios se traduce en una mayor oferta, el nuevo precio posiblemente será similar al que existía antes del episodio especulativo, pero si la respuesta de la oferta es escasa, el nuevo precio será determinado por la contracción de la demanda. Eso es lo que ocurriría en el caso de los alimentos, cuando los consumidores no pueden mantener el nivel de consumo del pasado.

La especulación no es un factor determinante del precio de los productos básicos, pero sí puede acelerar y amplificar las fluctuaciones de precios provocadas por los factores fundamentales de la oferta y la demanda, y su influencia en los precios es limitada en términos temporales. (Burkhard, 2008; IMF, 2006: 15-18). Esta opinión es compartida por la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías de los Estados Unidos (CFTC), según la cual los precios de los productos básicos con respecto a los cuales no existen contratos de futuros, o el comercio basado en índices es escaso o nulo, también han mostrado una acelerada expansión (Harris, 2008).

Un mejor control de los mercados y de la regulación del comercio de derivados podría mitigar la influencia de la especulación en los precios al contado. En la esfera de la regulación se podría limitar el valor de los contratos de futuros pendientes; también se podría limitar el número de contratos de futuros que puedan renovarse en los días anteriores al vencimiento de un contrato de futuros. En vista de la reciente evolución de los precios de los productos básicos, la CFTC ha adoptado varias iniciativas destinadas a mejorar la supervisión de los mercados de productos energéticos y agrícolas. Estas iniciativas apuntan, entre otras cosas, a aumentar la información y la transparencia, establecer controles adecuados del mercado, seguir tomando enérgicas medidas de control del cumplimiento de las normas y mejorar la coordinación de la supervisión (Lukken, 2008). La Comisión también ha insistido en la urgente necesidad de intensificar el diálogo y la cooperación internacional en esta esfera.

De todos modos, lo más probable es que la existencia de un mayor número de inversores financieros acentúe la volatilidad en los mercados de productos básicos, por provocar una rápida reacción de los precios, e incluso una reacción excesiva, ante la aparición de nueva información (UNCTAD, 2007a). El optimismo con respecto a las inversiones en productos básicos puede cambiar inesperadamente y, en caso de que los especuladores decidan retirar beneficios o modificar la composición de sus carteras en respuesta a variaciones en los mercados financieros, como un aumento de las tasas de interés o una recuperación de los mercados bursátiles, se podría producir una brusca corrección de los precios.

---

[a] El Banco de Pagos Internacionales presenta información estadística sobre derivados extrabursátiles en la página web http://bis.org/statistics/derstats.htm (consultada el 9 de abril de 2008). Esta información se refiere a los montos nominales o hipotéticos pendientes, que se definen como el valor nominal o hipotético bruto de todas las transacciones acordadas pero que aún no se han hecho efectivas en la fecha de consignación.

[b] En el sitio web de la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías de los Estados Unidos (CFTC) (http://www.cftc.gov/educationcenter/economicpurpose.html) se presenta información más detallada sobre la relación entre los precios de los futuros y los precios al contado.

En un fenómeno similar, la reacción de la oferta a un aumento del precio en dólares es limitada cuando el mismo aumento expresado en la moneda del país productor es mucho menor debido a la apreciación de la moneda con respecto al dólar. Por ejemplo, en el caso del Brasil, el alza del precio en dólares de los productos agrícolas utilizados en la fabricación de biocombustibles no benefició en gran medida a los productores brasileros, debido a la marcada apreciación del real con respecto al dólar. Este hecho, unido al costo relativamente alto del cultivo de nuevas tierras en regiones más remotas y al creciente costo del transporte, explica la débil respuesta de la oferta de cultivos destinados a biocombustibles en el Brasil, país en el que parecería haber un considerable margen para ampliar la superficie dedicada a estos cultivos sin reducir la producción de alimentos.

Los precios del petróleo expresados en dólares ascendieron a niveles sin precedentes en el primer semestre de 2008, tanto en términos nominales como reales. El valor del índice de petróleo crudo de la UNCTAD se duplicó entre enero de 2007 y abril de 2008 (véase el gráfico 2.1). El precio nominal por barril alcanzó la barrera de los 100 dólares en enero de 2008, y la superó posteriormente al llegar a alrededor de 140 dólares en junio. En términos reales, los precios actuales del petróleo deflactados por el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos como sustituto de la variación del poder de compra de los países consumidores superan el nivel registrado en noviembre de 1979, fecha en que la anterior crisis del petróleo llegó a su punto máximo (véase el gráfico 1.2). La demanda de petróleo sigue aumentando con gran dinamismo en las economías que no forman parte de la OCDE, encabezadas por China y Asia occidental. En 2007, la demanda de petróleo de los países que no son integrantes de la OCDE aumentó un 3,9%, en tanto que el consumo de petróleo de China creció un 4,2%. Esta notable expansión compensó con creces la disminución del 0,4% del consumo de petróleo en los países de la OCDE. En general, la demanda mundial de petróleo se elevó un 1,3% y se espera que en 2008 siga mostrando el mismo patrón y ritmo de crecimiento (IEA, 2008).

La respuesta de la oferta al alza de los precios del petróleo ha sido poco dinámica. En 2007, la producción mundial de petróleo aumentó apenas un 0,2%[2]. Si bien las empresas petroleras incrementaron notablemente las inversiones, ello no se tradujo en una considerable expansión de la capacidad de oferta. Esto se debió al considerable aumento del costo de las actividades de exploración y de desarrollo de capacidad productiva, atribuible al difícil acceso a yacimientos distantes con las maquinarias y la tecnología actuales (IMF, 2008: recuadro 1.5)[3]. El costo de la construcción de nuevas plantas para la exploración y producción de petróleo y gas se ha duplicado desde 2005 y ha alcanzado un nuevo récord, de acuerdo con la información de la IHS/Cambridge Energy Research Associates Upstream Capital Cost Index (CERA, 2008). Además, debido a los altos precios es posible que muchas empresas extractivas muestren escaso interés en invertir en nuevas instalaciones[4].

Después de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidiera reducir la producción de petróleo a fines de 2006 y comienzos del 2007, la oferta de petróleo disminuyó de 36,7 millones de barriles diarios en el tercer trimestre de 2006 a 35,5 en el segundo trimestre de 2007. A fines de 2007, los miembros de la OPEP decidieron volver a aumentar la producción, que ascendió a 37,3 millones de barriles diarios en el primer trimestre de 2008. En 2007 la demanda fue superior a la oferta, pero en marzo y abril de 2008 el mercado de petróleo volvió a ser excedentario y se espera que siga siéndolo durante el resto del año (IEA, 2008). La mayoría de los miembros de la OPEP decidieron no modificar el volumen de producción, por considerar que el aumento de precios registrado en el presente año no respondía a la escasez de la oferta, sino a tensiones geopolíticas, a la depreciación del dólar y a inversiones especulativas (OPEC, 2008). Sin embargo, a fines de junio de 2008 la Arabia Saudita aceptó incrementar aún más su producción, en unos 500.000 barriles diarios según informes periodísticos. De hecho, muchos observadores consideran que actualmente es el único país de la OPEP que está en condiciones de incrementar la producción. En los países productores de petróleo que no son miembros de la OPEP, el aumento de la producción de petróleo ha sido inferior a lo esperado.

En términos generales, las medidas tomadas por la OPEP y la producción adicional de petróleo de los países que no pertenecen a la organización han sido insuficientes para tranquilizar al mercado. Debido a las restricciones de la demanda y la oferta, el bajo nivel de existencias de petróleo en los países consumidores y la escasísima capacidad ociosa de los países productores, el mercado de petróleo se ha vuelto muy sensible a las perturbaciones de la oferta, que se reflejan de inmediato en precios mucho más

altos, pero incluso si aumentara la producción de petróleo crudo no se sabe a ciencia cierta si las refinerías estarían en condiciones de responder al incremento.

Con todo, se desconoce cuánto petróleo queda en el mundo y cuándo se llegará al punto máximo de extracción mundial. Según algunos analistas, el precio del petróleo podría llegar a 200 dólares por barril en dos años[5]. En este contexto de incertidumbre, los mercados de productos energéticos reaccionan rápidamente ante cualquier novedad relativa a la oferta, como las decisiones de la OPEP de modificar o mantener las cuotas de producción, las tensiones geopolíticas, la situación de las reservas de los mayores consumidores o las perspectivas de la demanda de China, pero es evidente que las fluctuaciones diarias del precio del petróleo de la magnitud registrada en mayo y junio de 2008 no pueden atribuirse solamente a los parámetros fundamentales del mercado; es posible que los especuladores también hayan contribuido notablemente a las variaciones.

A corto plazo, debido a la reducida elasticidad de la oferta y la demanda, es probable que los precios del petróleo sigan siendo altos, pero la contracción de la economía mundial podría producir un ajuste a la baja del consumo. Por otra parte, dado su actual precio, los gobiernos de los países en desarrollo en los que el petróleo es subvencionado pueden llegar a considerar que las subvenciones son insostenibles en términos presupuestarios y una reducción de éstas podría traducirse en un marcado descenso de la demanda. A largo plazo, el ajuste debería provenir de la disminución del consumo en respuesta a medidas orientadas a elevar el ahorro de energía y la eficiencia. También convendría extender el uso de fuentes alternativas de energía, que es más beneficioso cuando los precios del petróleo están más altos; a esto se suma el hecho de que el aumento de las inversiones en países productores de petróleo debería dar frutos a la larga y traducirse en un aumento de la producción.

Las variaciones de los precios del petróleo influyen en la evolución de los precios de otros productos básicos, en vista de la creciente vinculación existente entre ellos[6]. Lo más importante en este contexto es que el alza de los precios del petróleo ha dado origen a una mayor demanda de productos básicos agrícolas para la producción de biocombustibles que compiten con los alimentos. Por ejemplo, los precios mundiales de los fertilizantes se triplicaron en 2007 (IFDC, 2008). El precio del petróleo también puede influir en el de los productos básicos utilizados como sustitutos de subproductos del petróleo, como ocurre con el algodón usado como sustituto de fibras sintéticas y el caucho natural que se usa como sustituto del caucho sintético. La existencia de vínculos más estrechos entre los precios del petróleo y de otros productos básicos también significa que la mayor volatilidad de los primeros se trasmite a otros mercados de productos básicos.

El alza de los precios del transporte, atribuible en parte al aumento de los precios del petróleo, también se refleja en el precio final de algunos productos básicos y productos relacionados con éstos. El Baltic Dry Index, índice del costo de transporte de productos básicos a granel, subió de alrededor de 4.400 en enero de 2007 a más de 11.000 a comienzos de 2008, debido al efecto conjunto del alza de los precios del petróleo y el auge de la demanda. En el primer trimestre de 2008 el Overall Liner Trade Index de transporte en contenedores ascendió en promedio a 96,3, lo que se compara con 88,6 en el primer trimestre de 2007[7]. En el pasado, la reducción del costo del transporte fue uno de los principales factores que impulsaron la globalización. Actualmente, el alza de los precios del petróleo a niveles sin precedentes, y el consecuente aumento de los costos de transporte, pueden acentuar la tendencia a la búsqueda de productos en mercados nacionales y regionales (Rubin and Tal, 2008).

La reducción del ritmo de crecimiento mundial y el pronunciado aumento de los precios de los productos básicos influyen notablemente en la política monetaria.

Además, la reducción del ritmo de crecimiento mundial y el pronunciado aumento de los precios del petróleo y otros productos básicos influyen notablemente en la política monetaria. Cuando al parecer este año se incumplirán una vez más las metas de inflación fijadas por los bancos centrales, resultará difícil relajar la política monetaria, aunque el hacerlo evitaría una contracción económica más brusca. El aumento del precio de los productos básicos sólo tiene efectos inflacionarios duraderos cuando son inevitables los efectos secundarios, es decir, el círculo vicioso que se crea entre el alza de los salarios nominales y las nuevas alzas de precios. Es evidente que esos efectos

secundarios deberían reducirse a un mínimo. Si bien las restricciones monetarias son un buen instrumento para evitar el recalentamiento de la economía a raíz de una expansión cíclica de la demanda agregada, no son adecuadas para contener el aumento de los precios relativos derivado de un cambio estructural en los mercados internacionales de productos básicos. La cooperación internacional en materia de política macroeconómica podría ser útil para evitar la acumulación de medidas monetarias restrictivas.

Aunque es probable que el precio de la mayoría de los productos básicos, en particular el petróleo, se mantenga relativamente alto durante un largo período, debido a los factores estructurales mencionados, la evolución a corto plazo de los precios de la mayoría de los productos básicos dependerá en gran medida de la evolución de la economía mundial en 2008 y 2009. No se puede descartar la posibilidad de que se produzca una brusca contracción o incluso una recesión. Aunque la recesión se limitara exclusivamente a los Estados Unidos, país que representa alrededor del 16% de las importaciones mundiales de productos básicos, podría influir significativamente en la demanda global de estos productos, y la tendencia a la baja de los precios debido a la variación de la demanda real podría verse amplificada por ventas especulativas. Los mayores afectados por una situación de ese tipo serían los países en desarrollo, dado que los productos básicos representan una parte importante de sus exportaciones e ingreso nacional. Las repercusiones también dependerían de la medida en que los países en desarrollo que tienen un rápido crecimiento y que son importantes productores de manufacturas y servicios puedan desvincular su desarrollo macroeconómico de los Estados Unidos. En vista de todas estas incertidumbres, la adopción de medidas de estabilización destinadas a mitigar los efectos negativos de la volatilidad en los mercados de productos básicos se justifica más que nunca.

2. Relación de intercambio

El efecto general de las variaciones de precios difiere considerablemente de un caso a otro, y depende de la estructura del comercio de una economía y la proporción del ingreso nacional bruto correspondiente a exportaciones e importaciones de productos básicos. La reciente evolución de los precios de los productos comercializados internacionalmente también influye en la distribución del ingreso entre países y dentro de un mismo país. En el segundo caso los cambios obedecen al hecho de que los grupos sociales y económicos que se ven beneficiados por el aumento del precio de los productos básicos de exportación no son los mismos que afrontan la carga que representa el alza del precio de los bienes importados.

Los efectos de la distribución entre países dependen en gran medida de la evolución de la relación de intercambio, es decir de la relación entre el índice del precio unitario de las exportaciones y el precio unitario de las importaciones. Dado un cierto nivel de ingresos por concepto de exportaciones o de gastos por importaciones, la mejora de la relación de intercambio revela un incremento relativo del ingreso real (debido a que el mismo volumen de exportaciones permite adquirir un mayor volumen de importaciones), en tanto que el deterioro de la relación de intercambio revela una pérdida relativa de ingreso real (debido a que el mismo volumen de exportaciones permite adquirir un menor volumen de importaciones). Se reconoce en forma bastante generalizada que durante la mayor parte del siglo XX los países en desarrollo, típicamente exportadores de materias primas e importadores de manufacturas, se vieron afectados por un prolongado deterioro de la relación de intercambio, atribuible a la tendencia decreciente de los precios de los productos básicos, que constituían la mayor parte de sus exportaciones a los países desarrollados, en comparación con los productos manufacturados, en su mayor parte importados de estos últimos.

Las tendencias de la relación de intercambio han cambiado notablemente desde comienzos del nuevo milenio, no sólo debido a la acentuada alza del precio de la mayoría de los productos primarios, sino también porque el precio de muchas manufacturas ha aumentado más lentamente e incluso ha disminuido, fenómeno que ha sido mucho más común en el caso de las manufacturas elaboradas con mano de obra poco calificada. Esta variación de la tendencia se ha atribuido a dos cambios estructurales: en el caso de la demanda, al hecho de que un grupo de países en desarrollo se ha convertido en grandes importadores de productos primarios y, en el caso de la oferta, a la rápida expansión de las exportaciones de manufacturas de países en desarrollo en los que el costo de la mano de obra es relativamente bajo. Este segundo fenómeno se vio reforzado por las devaluaciones monetarias realizadas en algunos países asiáticos con posterioridad a la crisis financiera de 1997-1998, que contribuyeron a frenar el alza del

precio promedio de las manufacturas comercializadas internacionalmente. Debido a la variación del patrón de la demanda y de la oferta, ya no es válida la caracterización estereotipada de los países en desarrollo como exportadores de productos básicos e importadores de manufacturas, por una parte, y de los países desarrollados como importadores de esos productos básicos y exportadores de manufacturas, por otra.

En promedio, entre el año 2000 y 2007 las mayores mejoras de la relación de intercambio se produjeron en los países en desarrollo y las economías en transición exportadoras de combustibles y productos mineros. En cambio, en los países en desarrollo que se han convertido en importantes exportadores de manufacturas fabricadas con uso intensivo de mano de obra y que son importadores netos de petróleo la relación de intercambio se ha deteriorado (gráfico 2.2A). Los datos correspondientes a las economías en desarrollo y en transición en el período que concluye en 2007 indican que la relación de intercambio del grupo de países exportadores de productos agrícolas ha variado escasamente desde 2003 pero que, dentro del grupo, la evolución de dicha relación muestra grandes diferencias entre un país y otro, dependiendo de los productos que exportan y del grado de dependencia de los alimentos y los productos energéticos que importan. Por ejemplo, los países exportadores de algodón (Benin, Burkina Faso), tabaco (Malawi) y algunos productos agrícolas tropicales (Guinea Bissau) se vieron muy afectados por esta situación, porque los precios de las exportaciones no compensaban el alza de la factura de alimentos y petróleo. En cambo, la notoria recuperación del precio del café, el maíz, el trigo y la soja se tradujo en una mejora de la relación de intercambio o por lo menos evitó su deterioro en los casos de algunos países, entre otros la Argentina, Etiopía, el Paraguay y Rwanda. Dado que en el primer semestre de 2008 el precio de los cultivos alimentarios y el petróleo aumentó más aceleradamente que los precios de las bebidas tropicales y las materias primas agrícolas, es posible que las diferencias internas del grupo se hayan profundizado.

La Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO) determinó que 82 "(países) importadores de alimentos de bajos ingresos" son vulnerables a las alzas del precio de estos productos[8]. En 48 de estos países, que no exportan petróleo ni minerales ni productos mineros, el aumento del precio de los alimentos produjo un deterioro de la relación de intercambio de un 20% desde 2001. En los otros 34 países, el efecto en la relación de intercambio se vio contrarrestado por una notable alza del precio de los productos básicos que exportan.

La comparación de la situación por regiones revela distintas tendencias en la relación de intercambio de las economías en desarrollo y en transición (gráfico 2.2B). La mejora más destacada de la relación de intercambio desde 2003 es la observada en Asia occidental, región en la que se encuentran varios grandes exportadores de petróleo. En un segundo lugar se encuentran las economías en transición, debido a la existencia de grandes exportadores de hidrocarburos como la Federación de Rusia, Kazajstán y Azerbaiyán. La acentuada mejora de la relación de intercambio en África, considerada en su conjunto, se ha debido no sólo al alza de los precios del petróleo y los productos mineros, que ha favorecido a varios países, sino también al hecho de que en los últimos años varios países que tradicionalmente han sido exportadores de productos agrícolas han comenzado a exportar combustibles y minerales. Sin embargo, hay marcadas diferencias entre los países de esa región en cuanto a la evolución de la relación de intercambio. La situación de los 20 países subsaharianos que no exportan combustibles ni productos mineros se ha deteriorado desde 2000, puesto que la tasa de aumento del precio de sus importaciones (combustibles, alimentos y productos manufacturados relativamente sofisticados) ha superado la de las exportaciones (fundamentalmente productos agrícolas tropicales o manufacturas fabricadas con uso intensivo de mano de obra).

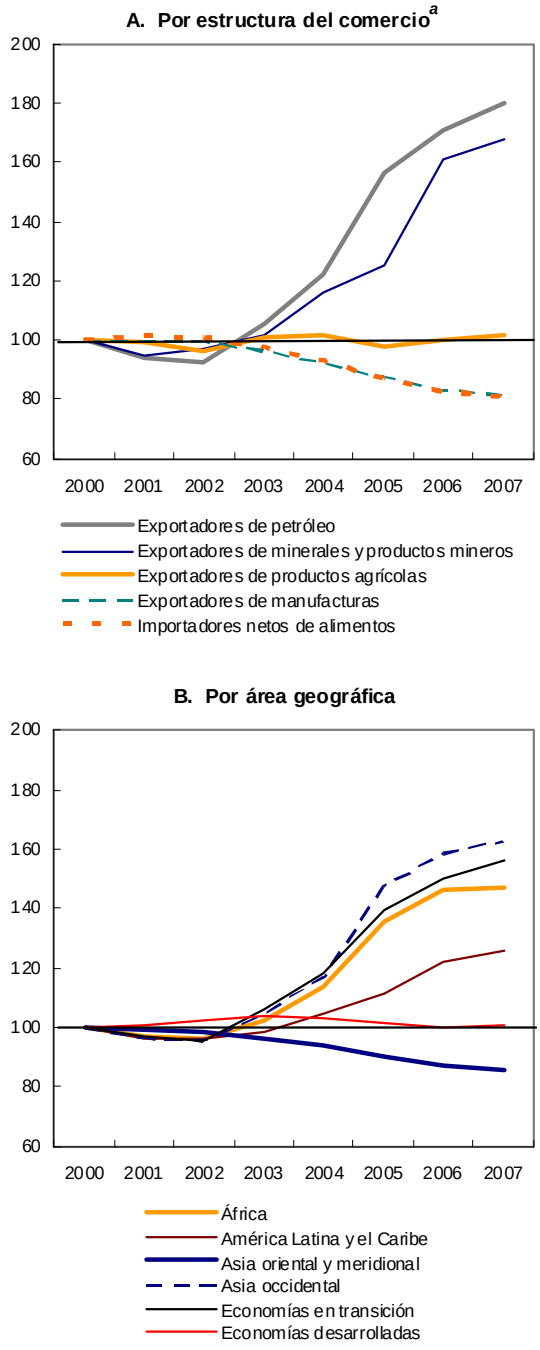
> El mayor desafío que se les plantea a los países beneficiados por la mejora de la relación de intercambio es cómo utilizar los ingresos adicionales de tal modo que aumenten las posibilidades de desarrollo.

América Latina y el Caribe también muestra una mejora significativa de la relación de intercambio, aunque más moderada, atribuible a una composición más variada del comercio. Las mejoras han sido más acentuadas en América del Sur, mientras que en la mayor parte de Centroamérica y en varios países del Caribe (la mayoría de los cuales son

Gráfico 2.2

RELACIÓN NETA DE INTERCAMBIO DE TRUEQUE, ALGUNOS PAÍSES, 2000-2007

(Índices, 2000 = 100)



Fuente: UNCTAD, cálculos de la secretaría a partir de datos del *Manual de estadísticas de la UNCTAD*.

Nota: Los importadores netos de alimentos son países de bajos ingresos con déficit de alimentos, a excepción de los exportadores de combustibles, minerales y productos mineros.

a Economías en desarrollo y transición.

muy dependientes de la importación de combustibles y la exportación de manufacturas producidas con uso intensivo de mano de obra) han sufrido un deterioro de la relación de intercambio. Por último, los países de Asia oriental, Asia sudoriental y Asia meridional sufrieron un deterioro significativo de la relación de intercambio, debido a que una alta proporción de sus exportaciones consisten en manufacturas con alto coeficiente de mano de obra y a su creciente dependencia de la importación de productos energéticos y materias primas industriales.

Las variaciones de la relación de intercambio se han traducido en un descenso o un incremento marcado del ingreso real de los países involucrados. De hecho, entre 2004 y 2007 los países en desarrollo clasificados como exportadores de manufacturas sufrieron un deterioro de la relación de intercambio equivalente a cerca del 1% del PIB de ese año. Por otra parte, la mejora de esta relación aportó ganancias imprevistas a los exportadores de petróleo y productos mineros, equivalentes a 7,5 y alrededor de 4 puntos porcentuales del PIB respectivamente. En muchos de esos países parecería que las ganancias imprevistas fueron contrarrestadas en parte por el aumento de las remesas de beneficios de empresas transnacionales dedicadas a la explotación de recursos naturales. En esos casos, el *ingreso* interno bruto creció más aceleradamente que el *producto* interno bruto (la mejora de la relación de intercambio explica la diferencia entre ambos), pero el ingreso *nacional* bruto creció menos que el ingreso *interno* bruto (debido al aumento de los pagos netos a no residentes). Un buen ejemplo de esto es lo ocurrido en varios países exportadores de minerales como Chile, el Perú y Zambia entre 2004 y 2007, período en que el 60% o más de las ganancias provenientes del alza del precio de minerales y productos mineros se convirtió en remesas de beneficios (cuadro 2.2). Asimismo, en varios países del África subsahariana y economías en transición exportadoras de petróleo, las empresas extranjeras habrían absorbido un alto porcentaje de las ganancias imprevistas. Por otra parte, en otros países exportadores de petróleo y gas como Angola, la Arabia Saudita, Argelia, Bolivia, el Ecuador, la Federación de Rusia, Kuwait, la República Bolivariana de Venezuela y la República Islámica del Irán, el aumento de los precios y la correspondiente mejora de la relación de intercambio no se vieron acompañados por una mayor proporción de pagos netos a los factores en el extranjero como componente del ingreso interno bruto. Esto hace suponer que los países productores habrían retenido la mayor parte de las ganancias. Se trata de países en

Cuadro 2.2

INFLUENCIA DE LAS VARIACIONES DE LA RELACIÓN DE INTERCAMBIO Y LOS PAGOS NETOS POR CONCEPTO DE INGRESOS EN EL INGRESO NACIONAL DISPONIBLE DE ALGUNOS GRUPOS DE PAÍSES EN DESARROLLO, PROMEDIO DE 2004-2006

(Porcentaje del PIB)

	Efectos de las variaciones		
	En la relación de intercambio	*En los pagos por concepto de ingresos*	*Influencia neta*
Exportadores de petróleo y gas	**7,5**	**-2,0**	**5,5**
de los cuales:			
Angola	16,4	-3,9	12,5
Arabia Saudita	9,5	0,6	10,0
Argelia	4,6	0,0	4,6
Azerbaiyán	9,3	-7,1	2,2
Bolivia	2,6	0,2	2,9
Federación de Rusia	4,3	-0,5	3,8
Guinea Ecuatorial	18,7	-11,6	7,1
Irán, República Islámica del	3,9	0,6	4,5
Kazajstán	8,6	-4,9	3,6
Kuwait	10,2	2,4	12,6
Nigeria	5,5	-3,3	2,2
Venezuela, República Bolivariana de	7,1	1,0	8,1
Exportadores de minerales y productos mineros	**3,9**	**-2,1**	**1,8**
de los cuales:			
Botswana	-0,8	-0,3	-1,1
Chile	6,3	-3,7	2,5
Jamaica	2,3	-1,1	1,2
Papua Nueva Guinea	6,6	-1,5	5,0
Perú	2,7	-2,1	0,6
Zambia	6,5	-4,0	2,5
Exportadores de productos agrícolas	**-0,2**	**-0,1**	**-0,4**
Exportadores de manufacturas	**-0,6**	**-0,1**	**-0,7**

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en información de las Naciones Unidas; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics*; CEPAL, base de datos sobre estadística de balanza de pagos; Economist Intelligence Unit, *Country Reports*; fuentes nacionales y estimaciones de la UNCTAD del valor unitario y el volumen de las importaciones y exportaciones.

Nota: Véase la explicación del concepto de "pagos netos por concepto de ingresos" en el texto.

que la extracción y la exportación de petróleo y gas está en manos de empresas de propiedad estatal, o de países que recientemente han renegociado contratos con empresas extranjeras que les permiten retener una mayor proporción de los ingresos provenientes de la explotación de petróleo y de gas.

El mayor desafío que se les plantea a los países beneficiados por la mejora de la relación de intercambio es cómo utilizar los ingresos adicionales de tal modo que aumenten las posibilidades de desarrollo duradero. Por lo tanto, es importante que los países productores absorban la mayor parte del ingreso imprevisto que sea posible, ya sea como propietarios de las empresas productoras o mediante un sistema bien estructurado de tributación y regalías que garantice una distribución justa del ingreso entre entidades nacionales e inversores extranjeros. Los altos precios actuales del petróleo y los productos mineros pueden ofrecer una oportunidad para renegociar las condiciones de distribución del ingreso en aquellos casos en que siga siendo desfavorable para los países productores. Además, esos recursos deben destinarse a la financiación de la inversión en el desarrollo de la infraestructura y en los sectores sociales y productivos en forma sostenible.

C. La crisis mundial de los alimentos

1. Aumento vertiginoso de los precios de los alimentos en 2007 y 2008

En términos aproximados, los precios mundiales de los alimentos se duplicaron entre enero de 2006 y mayo de 2008, y han aumentado más de un 80% desde abril de 2007 (gráfico 2.1). Estas alzas se extienden a una amplia gama de productos alimentarios. El actual aumento de los precios, que comenzó en junio de 2007, ha estado encabezado por el trigo, cuyo precio en marzo de 2008 había subido más de doble, aunque a partir de entonces ha disminuido levemente. El precio del maíz ha aumentado un 66% desde julio de 2007, mientras que el del arroz se ha triplicado desde septiembre de 2007, con un aumento brusco del 160% en el breve período comprendido entre enero y mayo de 2008 (gráfico 2.3). Las semillas oleaginosas y los aceites vegetales también han registrado aumentos espectaculares, ya que sus precios son 2,5 veces superiores a los registrados desde principios de 2006 (gráfico 2.1).

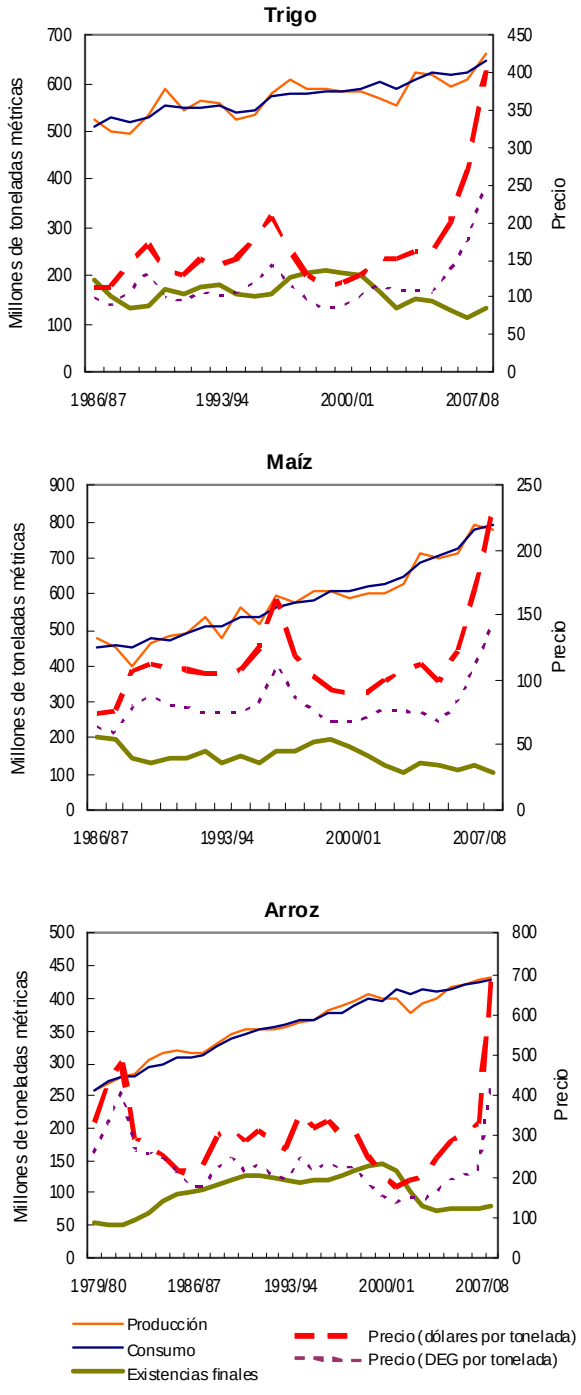
El reciente incremento de los precios no puede atribuirse exclusivamente a las tendencias de consumo y de producción.

Existen varias razones que explican este espectacular aumento de los precios de los alimentos en 2007 y 2008, entre las que destacan, por una parte, la desaceleración de la expansión de la producción mundial debido al descenso de la tasa de crecimiento del rendimiento de los cultivos y las tierras cultivadas[9], y, por otra, el notable aumento de la demanda de los países en desarrollo en proceso de rápido crecimiento (*TDR 2005,* cap. II). Sin embargo, el análisis de los datos sobre el consumo y la producción mundiales de trigo, maíz y arroz en las dos últimas décadas (gráfico 2.3) muestra que las anteriores alzas de los precios en situaciones de déficit comparables fueron mucho menores que el actual. Por lo tanto, el reciente incremento de los precios no puede atribuirse exclusivamente a las tendencias del consumo y la producción. Como ya se ha dicho, éste también responde al aumento de los precios de los combustibles y del costo de transporte y, hasta cierto punto, a la depreciación del dólar (FMI, 2008). Además, hoy en día hay muchos casos en que las existencias de alimentos han descendido a mínimos históricos[10], lo que permite suponer que la única respuesta posible a los choques positivos de la demanda y los negativos de la oferta son las bruscas fluctuaciones de los precios (Merryll Lynch, 2008).

Estas condiciones también amplifican los efectos de la especulación. No es una simple coincidencia que el reciente aumento de los precios haya comenzado al mismo tiempo que las turbulencias financieras resultantes de los préstamos hipotecarios de alto riesgo en los Estados Unidos. Los especuladores, buscando altos rendimientos a corto plazo, tal vez hayan intuido los problemas que empezaban a surgir en los mercados mundiales de alimentos y hayan reajustado sus carteras para elevar la proporción de contratos de futuros de productos básicos (véase el recuadro 2.1). Por otra parte, si las reservas de alimentos hubiesen sido altas, toda perturbación que afectara a la oferta o a la demanda se podría haber absorbido fácilmente mediante una disminución de las existencias, que habría reducido los incentivos para la especulación. Por lo tanto, puesto que la evolución general de los precios mundiales de los alimentos desde mediados de 2007 obedeció a una serie de turbulencias propiciadas por la creciente sensibilidad de los mercados mundiales de alimentos a los cambios que se producían en otros mercados, las turbulencias influyeron mucho más en los precios mundiales de los alimentos que lo que habría ocurrido en circunstancias normales.

Gráfico 2.3

CONSUMO, PRODUCCIÓN, EXISTENCIAS Y PRECIOS MUNDIALES DE LOS CEREALES



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en la base de datos *Production, Supply and Distribution Online* del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos; UNCTAD, *Estadísticas de precios de productos básicos* en línea; y FMI, base de datos *International Financial Statistics*.

Nota: Los datos sobre los precios de 2008 se presentan sólo a título indicativo, ya que son la media de enero a mayo.

Las turbulencias que desencadenaron la explosión de los precios varían de un producto básico a otro. En el caso del trigo, el principal factor fueron las condiciones climáticas adversas, que redujeron considerablemente las cosechas en Australia y en Europa. El aumento del precio del maíz se debió en gran medida al impulso dado desde las políticas a la producción de etanol como biocombustible en los Estados Unidos, lo que duplicó la producción de maíz utilizado para la producción de biocombustibles entre 2006 y 2008, en parte a expensas de la producción de maíz con fines de consumo (WAOB, 2008). La demanda de biocombustibles también es una de las causas del fuerte aumento del precio de los aceites vegetales. Según la OCDE-FAO (2008), los biocombustibles representaron más de la mitad del aumento de la demanda de cereales y aceites vegetales entre 2005 y 2007. Los Estados Unidos representan una gran proporción del aumento del empleo de cereales, principalmente maíz, para la producción de biocombustibles. La FAO indica que, del aumento de casi 40 millones de toneladas del consumo mundial de maíz en 2007, 30 millones de toneladas se destinaron exclusivamente a las plantas de producción de etanol, la mayoría en los Estados Unidos, que es el principal productor y exportador mundial de maíz (FAO, 2008a). De hecho, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos reconoce que el aumento de la producción de etanol en el país en los últimos cinco años y los cambios conexos en la estructura del mercado nacional de maíz han tenido mayores repercusiones en el equilibrio de la oferta y la demanda mundiales de cereales secundarios últimamente que en las décadas de 1980 y 1990 (USDA, 2008a: 18). Si bien hay indicios claros de que la demanda de biocombustibles ha provocado un aumento de los precios de los alimentos, la relación a largo plazo entre ambos dependerá de las futuras tendencias de los precios del petróleo y de la "segunda generación" de biocombustibles.

Los efectos de la sustitución de cultivos también han sido importantes. El alza del precio del maíz hizo que los consumidores se volcaran al consumo de otros cereales, como el arroz y el trigo, en tanto que los productores dejaron de producir arroz, trigo y soja para dedicarse a la producción de maíz, todo lo cual se tradujo en un alza del precio del arroz, el trigo y la soja. En el caso de esta última, su precio más elevado en 2007 se debió fundamentalmente a un marcado descenso de la producción, debido a la reducción de las zonas cultivadas. Esta situación parece estar invirtiéndose en 2008, y se espera una mayor producción de estos alimentos y una

menor producción de maíz. Por ejemplo, los precios del trigo comenzaron a bajar a partir de marzo de 2008, en respuesta a un aumento previsto del rendimiento. En cambio, el precio del maíz ha ido en aumento recientemente debido a las condiciones climáticas desfavorables. En lo que respecta al arroz, su precio ha aumentado, principalmente como consecuencia de las medidas normativas adoptadas por los principales países exportadores de arroz, a fin de restringir las exportaciones, y por los países importadores, a fin de acrecentar sus existencias estratégicas de cereales. Estas medidas se adoptaron para proteger el consumo interno ante la inquietud por la escasez de alimentos. También respondieron a la necesidad de contener la inflación de precios de los alimentos, debida al aumento de los costos de producción, sobre todo de los combustibles y los fertilizantes. Sin embargo, las medidas también redujeron la ya escasa oferta en los mercados internacionales y elevaron aún más los precios de los alimentos.

No obstante, lo ocurrido recientemente en los mercados de alimentos también tiene profundas razones históricas. Una importante causa de la escasez actual de alimentos -caracterizada por escasos suministros y un descenso de las existencias- es el abandono del sector agrícola durante las últimas dos décadas. En muchos países en desarrollo, este sector no ha recibido suficientes inversiones a partir de los años ochenta, lo que también reconoce ahora el Banco Mundial (Word Bank, 2008). En el contexto de los programas de ajuste estructural, se había alentado a muchos países en desarrollo, especialmente de África, a eliminar las instituciones de apoyo a la agricultura y otros instrumentos de política agrícola, como las subvenciones a los insumos, la estabilización de los precios y la fijación territorial de los precios, que había fomentado la explotación agrícola incluso de tierras alejadas (*TDR 1998:* segunda parte). Uno de los objetivos de las reformas era aumentar el precio de los productos agrícolas con el fin de incrementar la producción en el sector agrícola, cosa que no se logró. Además, si bien se alentaba a los países en desarrollo a liberalizar el comercio exterior de productos agrícolas, los países desarrollados seguían dando mucho apoyo al sector agrícola.

Estos cambios afectaron especialmente a los agricultores de los países menos adelantados (PMA), que no consiguieron hacer frente a la competencia de las importaciones de productos agrícolas, subvencionados y más baratos, de los países desarrollados. A consecuencia de esto, aumentaron las importaciones de alimentos y se redujo el ingreso de los agricultores (FAO, 2003a)[11]. Su acceso a créditos que les permitieran elevar la productividad también era insuficiente (UNCTAD, 2007b). Para empeorar la situación, la AOD destinada a dar apoyo a la agricultura se ha venido reduciendo de una media anual de unos 7.500 millones de dólares en el decenio de 1980 a cerca de la mitad de esta cantidad de 1995 a 2005 (World Bank, 2008: 41).

Si bien las perspectivas de algunos cultivos alimentarios son mejores en 2008, habrá que esperar un tiempo para que las existencias recuperen los niveles normales. Tal vez se observe un cierto descenso de los precios con respecto a los niveles actuales, pero seguirán siendo altos y volátiles (FAO, 2008b; OCDE-FAO, 2008, y USDA, 2008b). Es probable que los mercados sigan siendo extremadamente sensibles a las nuevas perturbaciones de la oferta o a los cambios de actitud de posición de los inversores, lo que dependerá de la evolución de los mercados financieros internacionales y de las medidas reglamentarias que influyen en la rentabilidad de la producción de biocombustibles.

La mejora de las perspectivas de algunos cultivos alimentarios en 2008 puede traducirse en un leve descenso de los precios, aunque seguirán siendo altos y volátiles.

2. El impacto del alza de los precios mundiales de los alimentos

El impacto del alza de los precios de los alimentos varía de un país y un grupo de población a otro. A nivel nacional, ese efecto depende en gran medida de la estructura comercial. Los exportadores netos de alimentos pueden beneficiarse de la mejora de la relación de intercambio, aunque algunos de ellos no están aprovechando esta oportunidad, optando por regular las exportaciones para garantizar la seguridad alimentaria de los consumidores nacionales. En cambio, varios países importadores netos de alimentos han estado teniendo problemas para responder a la demanda interna.

Los datos demuestran que los cambios en los mercados internacionales de alimentos en 2006 y 2007 (incluidas las semillas oleaginosas y los aceites de

Cuadro 2.3

EL COMERCIO DE PRODUCTOS ALIMENTARIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB, POR PRINCIPALES GRUPOS DE PAÍSES, 2000-2007

(En porcentaje)

	Importaciones netas			*Importaciones brutas*			*Exportaciones brutas*		
	2000	*2006*	*2007*	*2000*	*2006*	*2007*	*2000*	*2006*	*2007*
Mundo	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**1,1**	**1,3**	**1,3**	**1,1**	**1,2**	**1,3**
Economías desarrolladas	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**1,0**	**1,2**	**1,2**	**0,9**	**1,1**	**1,1**
América	-0,2	-0,1	-0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Asia	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	0,1
Europa	0,1	0,2	0,2	1,7	1,9	1,9	1,6	1,7	1,7
Oceanía	-3,1	-2,2	-1,7	0,7	0,7	0,7	3,8	3,0	2,4
Economías en desarrollo	**0,0**	**-0,2**	**-0,1**	**1,6**	**1,5**	**1,5**	**1,6**	**1,7**	**1,6**
África	1,4	1,3	1,6	2,8	2,7	2,9	1,4	1,3	1,2
África septentrional	2,4	1,9	2,3	3,4	3,1	3,4	1,1	1,2	1,1
África meridional	-0,5	-0,2	0,1	1,2	1,3	1,4	1,7	1,5	1,4
África oriental	0,3	1,1	1,8	3,0	4,1	4,5	2,8	3,0	2,7
África occidental	1,4	1,9	2,0	2,7	3,1	3,2	1,3	1,2	1,2
África central	3,5	2,1	2,1	4,0	2,3	2,3	0,5	0,2	0,1
América	-0,9	-1,6	-1,4	1,2	1,2	1,3	2,1	2,8	2,6
América del Sur	-1,7	-2,8	-2,5	0,8	0,7	0,7	2,5	3,5	3,2
América Central, incluido México	0,2	0,3	0,6	1,7	1,9	2,1	1,5	1,6	1,5
Caribe	2,2	3,2	3,7	3,7	4,1	4,5	1,5	0,9	0,8
Asia	0,2	0,1	0,2	1,6	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3
Asia meridional	0,2	-0,1	0,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9
Asia oriental	0,4	0,4	0,5	1,2	1,2	1,2	0,9	0,8	0,7
Asia occidental	1,7	1,0	1,1	2,5	2,0	2,1	0,8	1,0	1,0
Asia sudoriental	-1,7	-1,9	-1,9	2,5	2,4	2,4	4,2	4,3	4,3
Oceanía	1,9	1,6	1,5	5,4	5,7	6,0	3,6	4,2	4,5
Economías en transición	**1,3**	**0,9**	**0,7**	**2,4**	**1,9**	**1,6**	**1,1**	**1,0**	**1,0**
Asia	0,9	0,8	0,7	2,8	2,2	2,0	1,9	1,4	1,3
Europa	1,4	0,9	0,6	2,4	1,9	1,6	1,0	0,9	0,9
Partida pro memoria:									
África subsahariana, excluida Sudáfrica	1,3	1,7	1,9	3,2	3,2	3,3	1,9	1,5	1,4
Países menos adelantados	2,1	2,0	2,2	3,7	3,6	3,7	1,6	1,6	1,5
Países sin litoral	0,4	0,6	0,6	3,1	2,9	2,8	2,6	2,3	2,2
Pequeños Estados insulares en desarrollo	2,1	1,9	2,4	5,7	5,7	6,0	3,6	3,8	3,6
Países pobres muy endeudados	1,1	2,1	2,4	4,0	4,5	4,8	2,9	2,4	2,3
Grupo de los Siete	0,2	0,3	0,2	0,8	1,0	1,0	0,6	0,7	0,8

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en la base de datos *UNCTAD Handbook of Statistics*; UNCTAD, *Estadísticas de precios de productos básicos* en línea, y fuentes nacionales.

Nota: Las semillas oleaginosas y los aceites vegetales se consideran productos alimentarios. Los datos de 2007 son cálculos aproximados.

origen vegetal) tuvieron un impacto limitado en la balanza comercial de alimentos de los países desarrollados (cuadro 2.3). Los más afectados fueron Australia y Nueva Zelandia, países en los que el excedente de exportación de alimentos ha descendido más de 1 punto porcentual del PIB desde 2000, debido principalmente a la reducción del volumen exportado. El déficit comercial de alimentos aumentó ligeramente en el Japón, al 1% del PIB, mientras que los países desarrollados de América del Norte y Europa mantuvieron un cierto equilibrio entre las exportaciones e importaciones de alimentos.

Los cambios registrados en los mercados internacionales de alimentos tuvieron repercusiones mucho mayores en los países en desarrollo. Las importaciones netas aumentaron en América Central (incluido México) y el Caribe, mientras en América del Sur se registró un creciente excedente, debido principalmente a producción en la Argentina. Las economías del Asia sudoriental mantuvieron un superávit comercial de alimentos de aproximadamente el 1,9% de su PIB, mientras el déficit comercial de alimentos de las economías en transición descendió del 1,3% del PIB en 2000 al 0,7% en 2007. Al mismo tiempo, las importaciones netas de alimentos del África subsahariana (con la excepción de Sudáfrica) aumentaron del 1,3% del PIB en 2000 al 1,9% en 2007.

En términos generales, los países en desarrollo más pobres se vieron más perjudicados por el aumento reciente de los precios de los alimentos que los países en desarrollo más adelantados. Según cálculos de la FAO, la factura de las importaciones de alimentos de los PMA y los países de bajos ingresos con déficit de alimentos podría aumentar de un 37 a un 40% más en 2008, tras haber aumentado un 30 y un 37%, respectivamente, en 2007 (FAO, 2008b)[12]. Esto significa que, a finales de 2008, en estos países la cesta de alimentos podría cuadruplicar el valor de 2000. En la mayoría de los países pobres muy endeudados y los pequeños Estados insulares en desarrollo también se ha registrado un aumento importante de la factura de importación de alimentos desde 2006.

Por lo que respecta a los hogares, los que tienen el menor poder adquisitivo se vieron muy afectados por el vertiginoso aumento de los precios de los alimentos y su volatilidad. En los países en desarrollo, y sobre todo en los PMA, los hogares destinaron a la compra de alimentos una proporción mucho más alta de sus ingresos que en los países desarrollados. Según estimaciones de la FAO, esa proporción asciende al 60-80% en los países en desarrollo, en comparación con un 10-20% en los desarrollados (FAO, 2008c). Además, en el caso de los segmentos más pobres de la población, la proporción del consumo total de alimentos correspondiente a alimentos de primera necesidad es muy superior a la del hogar medio.

El grado en que los precios internacionales más elevados se transmiten a los precios nacionales varía de un país a otro, dependiendo del tipo de cambio, el costo del transporte y las políticas nacionales de control de precios, así como de las políticas comerciales y la estructura de distribución de los alimentos. Dado que en los países en desarrollo la proporción de la cesta de alimentos correspondiente a productos elaborados suele ser pequeña, es probable que el alza de los precios internacionales de los productos básicos se transmita más directamente a los precios al por menor. En muchos países en desarrollo, la reciente inflación de los precios de los alimentos supera considerablemente la inflación general, y ha sido muy superior a la de los países desarrollados. En estos últimos, la contribución directa del aumento de los precios de los alimentos a la inflación general es reducida en comparación con los países en desarrollo (OCDE-FAO, 2008: recuadro 2.1). Según información de las Naciones Unidas (2008) el aumento de los precios mundiales de los alimentos representó entre un tercio y más de la mitad de la registrada en la inflación general de los países en desarrollo en 2007, y el impacto se hizo sentir con especial fuerza en Asia, incluida Asia occidental. Las presiones alcistas sobre los precios se han intensificado durante 2008 en todas las regiones en desarrollo, sobre todo en los países importadores de petróleo y alimentos.

Una simulación del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, 2008a) muestra los distintos efectos que han tenido las alzas de los precios de los alimentos en los países en desarrollo y desarrollados. Un incremento del 50% del precio de los alimentos básicos se traduce en un aumento del 6% de los gastos de alimentos comprados al por menor en el caso de un consumidor de un país de altos ingresos, pero de un 21% en el de un consumidor de un país de bajos ingresos con déficit de alimentos. Esto significa que el porcentaje del ingreso que un consumidor de ingresos altos gasta en alimentos aumenta tan sólo del 10 al 10,6%, pero asciende del 50 a más del 60% cuando se trata de un consumidor de bajos ingresos. El efecto más probable de este fenómeno es que los hogares pobres que suelen ser compradores netos de alimentos, en particular los pequeños agricultores, los trabajadores rurales sin tierra y los segmentos desfavorecidos de la población urbana, se vean obligados a reducir el consumo de alimentos y la satisfacción de otras necesidades básicas. En cambio, los agricultores con una mejor situación económica y las agroindustrias podrían beneficiarse directamente del aumento de los precios de los alimentos, ya que suelen estar en mejores condiciones para responder a las variaciones de los incentivos de los precios y las oportunidades del mercado. Si bien las repercusiones de las recientes

alzas de los precios de los alimentos varían de un país en desarrollo a otro en función de los patrones de pobreza, ingresos y gastos, podrían agravar considerablemente la pobreza global en los países de bajos ingresos (Polaski, 2008; Ivanic and Martin, 2008).

3. Consecuencias normativas de la crisis alimentaria

El reciente aumento desorbitado de los precios mundiales de los alimentos podría ser más que un simple fenómeno pasajero, el último de los cuales se produjo en 1995-1996; de hecho podría representar un cambio estructural en la economía alimentaria mundial. Por consiguiente, si bien las medidas de emergencia, entre otras una ampliación de la ayuda alimentaria, pueden permitir hacer frente a las necesidades más urgentes, a mediano y largo plazo la crisis alimentaria se debe combatir mediante inversiones, innovación y aumento de la productividad.

> Las medidas de emergencia pueden permitir hacer frente a las necesidades urgentes, pero a más largo plazo la crisis alimentaria se debe combatir meditante inversiones y crecimiento de la productividad.

No cabe duda de que se necesitan medidas de emergencia para asegurar el acceso de los hogares más pobres a una cantidad suficiente de alimentos. Esta ayuda debería brindarse de tal manera que no afecte a los incentivos del mercado ni ponga en peligro la producción local. Los gobiernos de los países en desarrollo también deberían crear redes de protección que permitan a los pobres comprar alimentos. Sin duda, uno de los grandes desafíos es encontrar la manera de mantener el nivel de ingreso real de los hogares más pobres de los países en desarrollo, para que puedan adquirir los alimentos necesarios sin desencadenar una espiral inflacionista de precios y salarios. La adopción de medidas de sostenimiento de la renta de los hogares más necesitados mediante transferencias con fines específicos también ayudaría a contener los efectos inflacionistas del aumento de los precios de los alimentos. Estas transferencias deberían basarse en un amplio consenso social sobre cómo deben repartirse los costos más elevados de los alimentos. Sin embargo, en muchos de los países interesados será muy difícil que el presupuesto público tenga cabida para ese gasto social adicional sin reducir el gasto público para otros propósitos, como las inversiones urgentes en infraestructura. Este dilema indica que se justifica el aumento de la asistencia extranjera para resolver este problema de distribución en los países pobres. También demuestra la importancia, desde una perspectiva tanto macroeconómica como microeconómica, de adoptar nuevas medidas para lograr una mayor estabilidad de los precios de los productos básicos y aplicar instrumentos de efecto inmediato para mitigar su impacto.

Tanto o más importante que lo anterior para resolver el problema del suministro de alimentos a mediano y largo plazo, serán las medidas que alienten a los pequeños agricultores a aumentar la producción, por ejemplo, dándoles apoyo financiero para que puedan mejorar su acceso a insumos básicos, como semillas y fertilizantes. Estas medidas se deben adoptar en el contexto de programas más amplios de reforma del sistema financiero de los países en desarrollo, en apoyo de las inversiones en los sectores productivos (véase también el capítulo IV). En este contexto tal vez convendría tener en cuenta la posible contribución de los métodos de producción agrícola sostenibles desde el punto de vista del medio ambiente[13]. La aplicación de estos métodos suelen exigir menos productos energéticos importados y suponen un menor contenido de carbono, por lo que reducen la vulnerabilidad de los agricultores a los choques externos. Además, hace un mayor uso de recursos naturales y conocimientos tradicionales. Esta forma de explotación agrícola también es muy adecuada para los pequeños agricultores.

A nivel internacional, para dar una respuesta mundial concertada y coordinada a la escasez de alimentos se debe tener en cuenta el vínculo existente entre los mercados de los cultivos alimentarios, los biocombustibles y el petróleo, además de la necesidad más amplia de mitigar el cambio climático mediante una reducción del consumo de combustibles fósiles. En este contexto, tal vez convendría analizar sin prejuicios los mecanismos de cooperación entre productores y consumidores, en particular en el sector del petróleo, donde una gestión ordenada y a largo plazo de las reservas restantes interesa tanto a los productores como a los consumidores. Además, a la luz de lo ocurrido en los últimos años, las autoridades de los países desarrollados podrían

estimar conveniente modificar la importancia relativa que se otorga en los objetivos de política a la reducción de las emisiones y la sustitución de los combustibles fósiles por biocombustibles o la sustitución por otras formas de energía renovable. Esto podría suponer la revisión de las políticas de concesión de subvenciones a los productores nacionales de biocombustibles, el establecimiento de barreras proteccionistas contra el etanol y el biodiésel y la exigencia de uso de una mayor proporción de biocombustibles en el consumo total de combustibles. En todo caso, es imprescindible que la producción de biocombustibles no reduzca la disponibilidad de alimentos.

Además, podría ser necesaria la adopción de medidas internacionales para abordar el problema de la especulación excesiva en los mercados mundiales de productos básicos, que también está estrechamente relacionada con los movimientos en los mercados financieros. Entre esas medidas están aquellas que permitan la intervención concertada de los gobiernos en los mercados de alimentos si existen indicaciones claras de que la especulación está incidiendo en los precios. En cambio, son desaconsejables cierto tipo de medidas como la prohibición de exportar a determinados países los acuerdos bilaterales de comercio de alimentos o el establecimiento de metas nacionales de uso de un determinado porcentaje de biocombustibles como parte del consumo total de energía, ya que suelen contribuir a la inestabilidad de los mercados mundiales y podrían debilitar los efectos de los incentivos al fomento de la producción creados por el aumento de los precios.

> Podría ser necesaria la adopción de medidas internacionales para abordar el problema de la excesiva especulación en los mercados mundiales de productos básicos.

Los países en desarrollo pobres que registran un deterioro de la balanza comercial debido al aumento del precio de los productos básicos dependen enormemente de la asistencia financiera externa. Esta asistencia, consistente en AOD, es muy importante para los países pobres que son importadores netos de petróleo y alimentos. En este contexto tal vez convendría revisar el cálculo del volumen de AOD necesaria para lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio (véase el capítulo V del presente *Informe*) en todos los países[14].

De mediano a largo plazo, se deberá aumentar la producción agrícola, en particular mediante la mejora continua de la productividad agrícola, lo que exigirá importantes inversiones en dicho sector, por ejemplo en la infraestructura, el abastecimiento de agua, mejores semillas y fertilizantes, educación e investigación y desarrollo agrícolas[15].

D. El persistente problema de la inestabilidad en los mercados de productos básicos

1. Antecedentes

Tradicionalmente, se ha considerado que el "problema de los productos básicos" de los países en desarrollo tiene tres dimensiones: en primer lugar, el deterioro a largo plazo de los precios de estos productos, principalmente de aquellos que exportan los países en desarrollo, en comparación con los precios de las manufacturas, exportadas principalmente por los países desarrollados; en segundo lugar, la acentuada volatilidad de los precios en los mercados de productos básicos, y, en tercer término, la pequeña proporción del precio final de los productos básicos que redunda en beneficio de sus productores de los países en desarrollo[16]. El aumento del comercio entre países en desarrollo ha modificado considerablemente la distribución geográfica del comercio de productos primarios y manufacturas. Aunque muchos países en desarrollo siguen dependiendo de las

exportaciones de unos pocos productos primarios y de la importación de manufacturas, en particular bienes de capital, algunos se han convertido en importantes exportadores de manufacturas e importadores de productos básicos primarios de otros países en desarrollo[17].

Muchos países en desarrollo siguen dependiendo de los ingresos que les aporta la exportación de productos primarios para financiar las importaciones de bienes de capital y productos intermedios que no pueden producir pero que son indispensables para el cambio estructural. Por consiguiente, las variaciones de los precios de los productos básicos inciden inmediatamente en el potencial de formación de capital y crecimiento de los países exportadores. Muchas otras economías, entre otras un número cada vez mayor de países en desarrollo, dependen de las importaciones de productos primarios como materias primas para la industria o para consumo inmediato. En esos países, las variaciones de los precios modifican tanto los costos de producción como los precios al consumidor.

Las variaciones de los precios de los productos básicos inciden inmediatamente en el potencial de formación de capital y crecimiento de los países exportadores.

Sin embargo, en una economía mundial cada vez más integrada, el nivel y la estabilidad de los precios de los productos básicos no es sólo un problema de alcance nacional, sino que tiene también una dimensión mundial. Del mismo modo que los salarios determinan el ingreso y el poder adquisitivo de los trabajadores en el contexto de la economía de un país y los costos de producción de las empresas, los precios de los productos básicos repercuten considerablemente en el ingreso de los productores y los costos para los usuarios. Por ello, ejercen una importante influencia en la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de la economía mundial. La repercusión macroeconómica mundial de las variaciones de los precios de los productos básicos depende de la reacción de la demanda en los países exportadores. Si el volumen de exportación no varía y los países exportadores de productos básicos utilizan el total de los ingresos adicionales obtenidos gracias al mayor precio de esos productos para pagar importaciones adicionales, el aumento del precio tiende a crear efectos expansionistas a nivel mundial. Ello se debe a que la mayor parte de la demanda de productos básicos es relativamente inelástica, por lo que el aumento de la factura de importación tiende a traducirse en un menor ahorro. Por otra parte, si el aumento de los precios de los productos básicos no da como resultado un aumento de las importaciones de los países exportadores de esos productos, dicho incremento tenderá a crear efectos contractivos a nivel mundial. Es probable que una reducción del precio de los productos básicos tenga efectos similares, salvo que los países que los exportan puedan mantener el nivel de importaciones mediante una financiación externa que compense la pérdida de ingresos por ventas externas.

A nivel internacional también puede ocurrir que las subidas de los precios de los productos primarios creen presiones inflacionistas que llevan a los bancos centrales a adoptar una política monetaria más restrictiva aun cuando la situación cíclica haría recomendable una política monetaria expansionista. Por consiguiente, la estabilidad de los precios a corto plazo y el cuidadoso manejo de las variaciones de precios de los productos primarios que se comercien internacionalmente podrían contribuir sustancialmente a estabilizar las condiciones de demanda y oferta y, por tanto, a crear un entorno macroeconómico propicio a la inversión, no sólo en los países exportadores, sino también en los importadores.

A pesar de la reciente mejora del potencial de crecimiento de los países exportadores de productos primarios, muchos países en desarrollo seguirán siendo muy vulnerables a las variaciones de la oferta y la demanda en los mercados internacionales de productos básicos en la medida en que los progresos hacia la diversificación y la industrialización sean lentos. De hecho, si se produce una profunda recesión en la economía mundial pueden llegar incluso a sufrir una grave desaceleración. En la siguiente subsección se examina la dependencia de los productos básicos en las economías en desarrollo y en transición, y su incidencia en la inversión y el crecimiento.

2. Dependencia de los productos básicos y volatilidad de los precios

En 2003-2006 la proporción de productos primarios (comprendidos los combustibles) en el total de las exportaciones de los países en desarrollo descendió al 33%, en comparación con el 73% registrado

en 1980-1983. El cambio de la estructura de las exportaciones, que actualmente incluye más manufacturas, se ha producido en todas las regiones en desarrollo, pero, la diversificación está muy concentrada en un reducido número de países, principalmente en las nuevas economías industrializadas (NEI) del Asia oriental y meridional. Sin contar esta región, los productos primarios seguían representando aproximadamente el 51% de las exportaciones de países en desarrollo en 2003-2006, y el 34% correspondía exclusivamente a las exportaciones de combustibles. El número de países muy dependientes de la exportación de productos primarios no ha cambiado significativamente desde 1995 (cuadro 2.4). Esta dependencia es particularmente fuerte en África, donde en 2003-2006 las exportaciones de productos primarios representaban el 79% del total de exportaciones[18]. Aunque representan una gran parte del total de exportaciones de productos básicos de la región, las exportaciones de petróleo de África proceden de un reducido número de países; la mayoría de países africanos dependen de la exportación de otros productos básicos. La dependencia de la exportación de estos productos está estrechamente vinculada con la pobreza y una elevada deuda externa, como indica la muy alta proporción de las exportaciones de los países pobres muy endeudados (PPME), correspondiente a productos básicos (el 83%)[19].

Las economías dependientes de los productos básicos están expuestas a fuertes conmociones externas derivadas de los grandes altibajos de los precios en los mercados internacionales de productos básicos (Cashin and McDermott, 2002: Cashin, McDermott and Scott, 1999). Estas oscilaciones de precios, relativamente pronunciadas, también se reflejan en la volatilidad relativamente alta de la relación de intercambio de trueque de muchos países en desarrollo, y las variaciones de esta relación ejercen una marcada influencia en la balanza por cuenta corriente y el crecimiento de los países en desarrollo (véase el capítulo III, sección D, del presente *Informe*).

Aunque desde 2002 se viene manifestando una tendencia al aumento de los precios de los productos básicos, la volatilidad sigue siendo muy alta e incluso ha aumentado en los últimos 30 años. La comparación de la volatilidad general de los precios de productos básicos distintos de los combustibles calculada sobre la base de la desviación de los precios respecto de su tendencia exponencial en los últimos cuatro decenios revela que la inestabilidad de los precios de los productos básicos en 1998-2007 fue menor que en 1968-1977 pero más alta que en 1978-1987 y 1988-1997[20].

La volatilidad de los precios de los productos básicos, más alta que la de las manufacturas, puede ilustrarse mostrando la evolución del índice de precios de todos los productos básicos (con excepción de los combustibles), el índice de valor unitario de las exportaciones de productos manufacturados de los países desarrollados y el índice de precios de petróleo crudo en torno a sus tendencias correspondientes (gráfico 2.4A). En el gráfico 2.4B se muestran las variaciones trimestrales de estos índices en valores nominales. El índice de inestabilidad de los precios de los productos básicos distintos de los combustibles registró un ligero aumento de la volatilidad entre 1996-2001 y 2002-2007[21], debido fundamentalmente a la mayor volatilidad de los precios de las hortalizas y semillas oleaginosas y del grupo de minerales, menas y metales.

Las razones concretas de la volatilidad de los precios de los productos básicos difieren entre países y productos, pero en general las drásticas fluctuaciones de precios suelen deberse a una falta de elasticidad de la demanda y la oferta a corto plazo. Por consiguiente, las variaciones de precios tienden a superar toda conmoción de la oferta y la demanda. En el caso de los metales y los minerales, las materias primas industriales y la energía, las variaciones de precios están muy determinadas por la demanda y estrechamente vinculadas con la actividad industrial y económica mundial. Los precios de los productos básicos agrícolas dependen en gran medida de la oferta y de factores externos como las condiciones climáticas. Además, como se ha indicado, los bajos niveles de las existencias conducen a una mayor volatilidad de precios del producto básico en cuestión. En el caso concreto del petróleo, hay otros factores que también influyen en la volatilidad, como las tensiones geopolíticas[22]. Además, dado que los precios de los productos básicos se expresan en dólares, parte de su variabilidad se debe a las fluctuaciones cambiarias. Como se indica en el gráfico 2.1, la especulación también ejerce una influencia cada vez mayor.

La volatilidad tiene efectos negativos a nivel macroeconómico y microeconómico. En los países en desarrollo, en especial los más pobres, los problemas causados por la volatilidad de los precios de los productos básicos se ven agravados por la poca resiliencia de sus economías ante las conmociones externas[23].

A nivel macroeconómico, las grandes variaciones a corto plazo de los precios de los productos básicos y de los ingresos por exportación inciden

Cuadro 2.4

DEPENDENCIA DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS POR REGIÓN GEOGRÁFICA, 1995-1998 Y 2003-2006

(Número de países en que las exportaciones de productos básicos representan más del 50% del total)

	Total de productos primarios[a]		*Tres o menos productos*		*Un producto*	
	1995-1998	*2003-2006*	*1995-1998*	*2003-2006*	*1995-1998*	*2003-2006*
Economías en desarrollo y en transición	**118**	**113**	**82**	**84**	**47**	**50**
Economías en desarrollo	**108**	**103**	**78**	**78**	**45**	**46**
África	46	45	37	34	21	23
América Latina	30	27	15	17	6	7
Asia oriental y meridional	7	8	4	6	1	2
Asia occidental	9	9	9	9	8	6
Oceanía	16	14	13	12	9	8
Economías en transición	**10**	**10**	**4**	**6**	**2**	**4**
Partida pro memoria:						
Países menos adelantados	38	38	31	31	19	20
Países pobres muy endeudados	38	36	30	28	15	15

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos del *Manual de Estadísticas de la UNCTAD (Handbook of Statistics)*.

a Productos primarios: CUCI Rev.2: 1 a 4 más 68, 667 y 971.

directamente en la balanza comercial, pero también pueden tener una repercusión indirecta al influir en la tasa de cambio real del país exportador. Por ejemplo, un aumento drástico de precios puede conducir a la apreciación de una moneda y reducir la competitividad internacional de otros productos de exportación. Ello se debe a que los aumentos repentinos de los ingresos por exportación no siempre se traducen inmediatamente en una mayor demanda de importaciones. En el caso de las economías de mercado emergentes, si no puede frenarse la presión a la apreciación de la moneda mediante políticas monetarias o cambiarias, ello puede dar más alicientes a quienes especulan con operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas *(carry trade)* en la moneda local, lo que a su vez reforzará la apreciación. Por el contrario, si se produce una brusca caída de los precios, a un país exportador puede resultarle difícil mantener el nivel de importaciones de bienes esenciales, y la incertidumbre en cuanto a la evolución de los precios hará que los posibles socios comerciales y prestamistas internacionales perciban un mayor riesgo en el país.

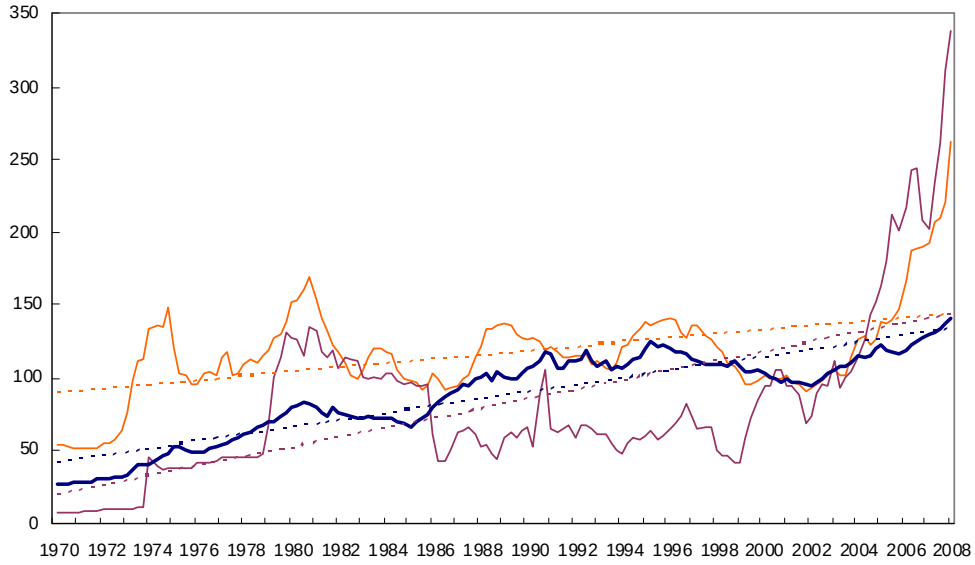
Además, el presupuesto público de muchos de esos países depende en gran medida de la tributación y otros ingresos provenientes del sector de los productos básicos. En muchos casos, el aumento del gasto y la inversión públicos tras un alza de precios no puede sostenerse cuando éstos caen y conviene evitar un aumento de la deuda pública. Por consiguiente, las fluctuaciones de precios pueden afectar a la capacidad de un país para mantener y modernizar constantemente su infraestructura, lo que es esencial para sostener el proceso de diversificación como complemento de la inversión privada en capacidades productivas. Las fluctuaciones también pueden limitar la capacidad del sector público para mantener el nivel de servicios de educación y salud y otros gastos sociales destinados a reducir la pobreza. Por otra parte, el alza de precios de los productos básicos importados, como los alimentos y los productos energéticos, pueden requerir distintas formas de subvenciones públicas, para evitar aumentos de los precios al consumidor socialmente inaceptables que pudieran atentar contra los esfuerzos para reducir la pobreza y lograr otros objetivos de desarrollo humano. La volatilidad de los precios de los productos básicos dificulta aún más el mantenimiento de una deuda pública nacional y externa sostenible (como se explica en más detalle en el capítulo VI del presente *Informe*) y se ha determinado que es uno de los factores causantes de las crisis de la deuda de los países más pobres (Cohen *et al.*, 2008).

Gráfico 2.4

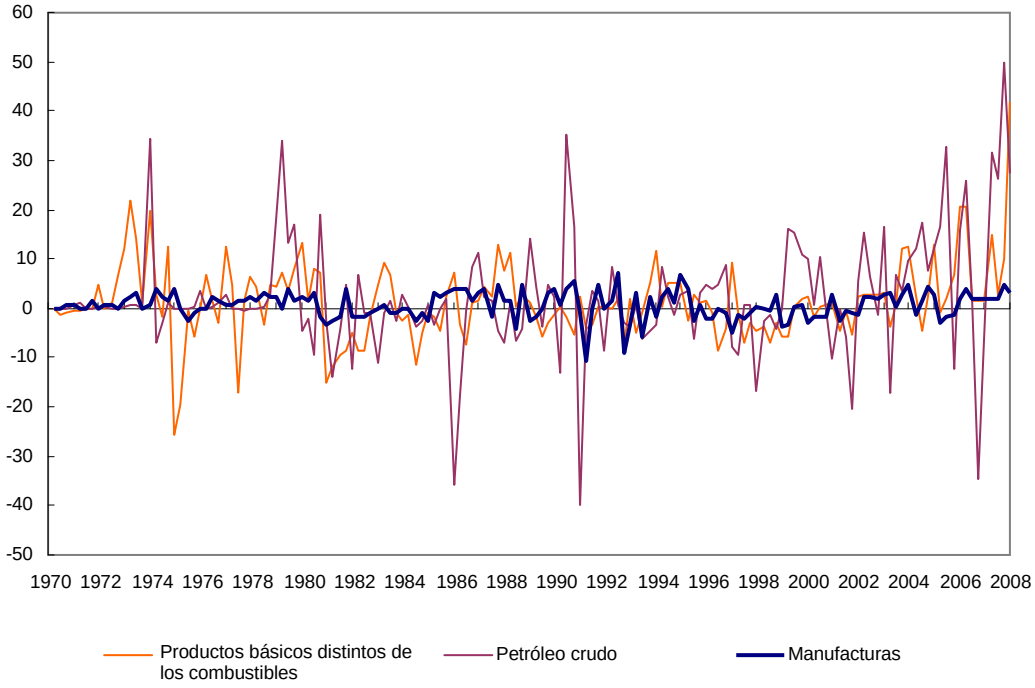
VOLATILIDAD DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS DISTINTOS DE LOS COMBUSTIBLES Y DEL PETRÓLEO CRUDO EN COMPARACIÓN CON LAS MANUFACTURAS

A. Evolución de los índices de precios en torno a sus tendencias

(Índices, 2000 = 100, trimestral)



B. Variación trimestral de los índices de precios



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en UNCTAD, *Commodity Price Statistics,* en línea; y UNSD, *Monthly Bulletin of Statistics*, varios números.

Nota: Los trazos punteados representan la tendencia de los índices de precios pertinentes.

A nivel del productor individual de productos básicos, la inestabilidad y la imprevisibilidad de los ingresos acentúan la incertidumbre sobre la viabilidad de la inversión, lo que dificulta considerablemente la adopción de decisiones racionales de inversión. La incierta captación de ingresos por parte de los posibles inversores lleva a que los bancos y otras instituciones financieras sean reacios a financiar esas inversiones y eleva el costo de la financiación.

3. Medidas para hacer frente a la inestabilidad de los precios de los productos básicos

Aunque las causas de la reciente subida de los precios pueden diferir de los episodios anteriores y sus efectos socioeconómicos también pueden ser distintos, queda patente la necesidad de prestar mayor atención al problema de la volatilidad de los precios de los productos básicos en términos más generales. En efecto, en numerosas declaraciones políticas de los últimos años se ha hecho referencia, tanto a las causas como a los efectos. Sin embargo, las pronunciadas fluctuaciones de los precios de los productos básicos no son un fenómeno nuevo. De hecho, el debate internacional sobre la estabilización de los precios de los productos básicos y las medidas necesarias para hacer frente a los problemas derivados de la inestabilidad de los mercados de dichos productos tienen una larga historia[24]. Algunas de las medidas adoptadas para superar el problema de la inestabilidad de los precios de los productos básicos tienen por objeto: a) reducir las fluctuaciones de los precios mediante intervenciones en el mercado, b) mitigar el efecto de las fluctuaciones de los precios en lo que respecta al ingreso de los productores, y c) permitir que los productores mantengan su nivel de gastos en período de baja de los precios y los ingresos.

a) *Mecanismos de estabilización de los precios*

En los decenios de 1970 y 1980, los convenios internacionales de productos básicos (CIPB) suscritos entre productores y consumidores apuntaban a estabilizar los precios mediante una intervención directa en los mercados, principalmente creando reservas de estabilización y contingentes de exportación. El propósito de las reservas con fines de estabilización financiadas a escala internacional, que adquirían productos básicos, los almacenaban cuando los precios caían por debajo de los niveles habituales y los vendían cuando aumentaban era reducir la volatilidad de los precios equilibrando artificialmente la oferta y la demanda a lo largo del tiempo. Los contingentes de exportación actuaban más como una medida de apoyo a los precios. Los convenios sobre el caucho natural y el cacao se basaban en reservas de estabilización; los convenios sobre el café y el azúcar en controles de las exportaciones, y el convenio sobre el estaño en una combinación de ambos.

Los CIPB se vieron afectados por una serie de problemas técnicos, operativos y políticos. Los problemas técnicos se relacionaban con la determinación a largo plazo del nivel de precios en torno al cual debían estabilizarse los precios y la necesidad de flexibilidad a ese respecto. El mantenimiento de las reservas de estabilización era costoso, en especial cuando tenía que prolongarse durante un largo período de precios bajos, y los CIPB no disponían de suficientes recursos financieros. Los problemas operativos también se relacionaban con la imposibilidad de dar una solución eficaz a los problemas relacionados con las estafas, la captación de rentas y el oportunismo. También se vieron afectados por problemas relacionados con medidas colectivas de carácter más general, como la concertación de acuerdos entre un número relativamente grande de países que no siempre compartían los mismos intereses. Uno de los problemas importantes que se planteó en este contexto fue que el objetivo de la estabilización de los precios perseguido por algunas de las partes en el convenio no siempre era compatible con el de sostenimiento del nivel de precios al que aspiraban otros.

Los CIPB fueron perdiendo apoyo político en el decenio de 1980 porque, además de las dificultades operativas y financieras que planteaban los convenios vigentes, una corriente de pensamiento cada vez más influyente, difundida sobre todo por las instituciones financieras internacionales, consideraba que la intervención en los mercados se traducía en un reparto ineficaz de los factores de producción. Los que compartían esa opinión eran partidarios de liberar los mercados "para establecer precios adecuados". Como resultado de esos factores, todos los CIPB menos uno fracasaron o fueron anulados a finales de los años ochenta[25]. Los efectos logrados por los CIPB en los años setenta y ochenta fueron heterogéneos, pero algunos permitieron estabilizar los precios en gran medida en ese período y si hubieran

contado con más recursos financieros podrían haber seguido vigentes por más tiempo. Aunque los cárteles de productores no se proponen estabilizar los precios a corto plazo, en algunos casos han logrado excelentes resultados a ese respecto, como ocurrió con la OPEP en el caso del petróleo o con la Oficina Central de Ventas de De Beers el de los diamantes (Gilbert, 1996).

Una mayor estabilidad de los precios en los mercados internacionales de productos básicos tiene rasgos de un bien público mundial que podría facilitar la gestión macroeconómica y contribuir a una mayor estabilidad de la economía mundial. También podría contribuir al objetivo de estabilización de los ingresos de los países exportadores.

Una mayor estabilidad de los precios en los mercados internacionales de productos básicos tiene rasgos de un bien público mundial…

b) *Políticas de estabilización de los ingresos*

El objetivo de la estabilización de los ingresos de los productores se puede conseguir no sólo mediante la reducción al mínimo de las fluctuaciones de los precios, sino también mediante medidas orientadas a atenuar el impacto de las fluctuaciones en los ingresos. A escala nacional, los gobiernos de los países en desarrollo intervinieron con frecuencia en los mercados de productos básicos hasta los años noventa, por intermedio de las juntas nacionales de comercialización y las cajas de estabilización, que no repercutían de forma directa en los precios del mercado internacional, pero tenían un efecto amortiguador entre éstos y los precios recibidos por los productores agrícolas nacionales. Además, prestaban servicios de extensión a los productores de productos básicos, como los créditos a tipos de interés asequibles. Sin embargo, a menudo esas instituciones eran ineficientes y tenían graves problemas de gobernanza.

Junto con la tendencia general a reducir la intervención en el mercado, en muchos casos en el marco de programas de ajuste estructural, las instituciones fueron desmanteladas en casi todos los países en desarrollo. Sin embargo, la mayoría de los países desarrollados han seguido manteniendo programas complejos y costosos de estabilización y sostenimiento de la renta del sector agrícola. La menor intervención en los países en desarrollo no dio los resultados que se deseaban lograr en términos de una mayor eficiencia, un crecimiento más rápido y un cambio estructural en los países exportadores (véase, por ejemplo, UNCTAD, 2003b), sino que dejó a los productores de productos básicos expuestos y vulnerables a una gran inestabilidad de los mercados mundiales de esos productos (Akiyama *et al.*, 2001). La exposición a riesgos, hasta entonces desconocidos, en relación con los precios se ha sumado a las crecientes dificultades de financiación de las inversiones y los déficit de ingresos. Este tipo de inversiones es indispensable para aumentar la productividad y permitir que los productores reaccionen ante todas las señales de precios provenientes de los mercados internacionales. En el caso del cacao, Ul Haque (2003) señala que la liberalización del mercado produjo una mayor volatilidad de los precios de producción en los países que desmantelaron las juntas de comercialización (por ejemplo, Camerún y Côte d'Ivoire) que en un país que la mantuvo, como Ghana.

c) *Programas de financiamiento compensatorio*

Aparte de los programas de estabilización nacionales, cuyo objetivo es mitigar los efectos de las fluctuaciones de los precios de los productos básicos en los ingresos de los productores de dichos productos, el FMI y la UE ofrecieron financiamiento compensatorio a los gobiernos. Con esos recursos se aspiraba a compensar las pérdidas de ingresos por concepto de exportación derivadas de las crisis externas que afectaban a los productos básicos, a fin de evitar un ajuste a la baja de las importaciones de esos países. Entre los principales programas de financiamiento compensatorio establecidos a la fecha, cabe citar el Servicio de Financiamiento Compensatorio (SFC)[26] del FMI y los sistemas STABEX, SYSMIN y FLEX[27] adoptados de común acuerdo entre la UE y los Estados de África, el Caribe y el Pacífico (ACP) en el marco de los Acuerdos de Lomé y de Cotonú. Sin embargo, los programas no han permitido resolver los problemas que se les plantean a los países en desarrollo de tal manera que respondan a los intereses de todos los interesados (UNCTAD, 2007c)[28].

Uno de los principales problemas que se planteaba era el frecuente retraso en la concesión efectiva de las compensaciones, de modo que acababan teniendo un efecto procíclico en vez de contracíclico, como estaba previsto. Tanto el SFC como el sistema STABEX dieron buenos resultados hasta mediados de los años noventa, pero el acceso de los países necesitados se fue dificultando paulatinamente

por, entre otros motivos, la condicionalidad cada vez más estricta impuesta en las reiteradas modificaciones de los mecanismos. El SFC no se ha utilizado prácticamente nunca desde 2000. Perdió su atractivo, en especial para los países de bajos ingresos, no sólo porque se trataba de un sistema que no ofrecía condiciones favorables, sino también porque "se convirtió en un servicio complejo que era difícil de usar y administrar" (FMI, 2004: 5). Hasta el momento no se ha recurrido al Servicio de Crisis Externas, en virtud del cual se pueden conceder préstamos en condiciones favorables para atender las necesidades de los países más pobres que reúnen las condiciones para recibir préstamos en virtud del Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza. Si bien los programas de la UE no abarcaban a todos los exportadores de productos básicos de los países en desarrollo, el financiamiento compensatorio tenía un componente de financiación en condiciones. De hecho, el apoyo prestado por STABEX consistió en subvenciones, pero como se consideraban parte de la AOD, solían desviarse recursos de otras formas de asistencia oficial para el desarrollo para destinarlos a los fondos compensatorios.

... que podría facilitar la gestión macroeconómica y contribuir a una mayor estabilidad de la economía mundial.

En general, el alcance de los servicios y los recursos para hacer frente a las crisis externas era muy reducido en comparación con la magnitud de los problemas (Griffith-Jones and Ocampo, 2008), y el financiamiento compensatorio se hizo insostenible debido a la persistente baja de los precios de los productos básicos que se prolongó hasta fines del decenio de 1990. Los programas también han sido criticados por no garantizar que los fondos recibidos por los gobiernos por concepto de ayuda lleguen a los productores afectados por la pérdida de ingresos.

d) *Instrumentos financieros relacionados con los productos básicos y basados en el mercado*

A partir de los años noventa, las consideraciones sobre la forma de mitigar los efectos de la inestabilidad se han centrado en el uso de instrumentos de gestión de riesgos del precio de los productos básicos basados en el mercado[29]. La transferencia de estos riesgos a otros agentes del mercado permite a los productores prever con más precisión sus ganancias a corto plazo y ampliar su acceso al crédito porque su riesgo de insolvencia se reduce. La cobertura contra riesgos también es un mecanismo útil para reducir las repercusiones de los riesgos relativos a las importaciones.

Los instrumentos de gestión de riesgos del precio de los productos básicos se negocian en los mercados de opciones y futuros. Los contratos de futuros son acuerdos para comprar o vender cierta cantidad de un producto básico a un precio predeterminado. Una opción es un contrato que otorga el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un contrato de futuros a un precio especificado, a más tardar a una determinada fecha. Las opciones ofrecen protección contra las fluctuaciones desfavorables de precios, conservando la posibilidad de captar los beneficios que ofrecen los precios más altos, a diferencia de los futuros. Además se negocian en el mercado extrabursátil, especialmente los productos adaptados, como las permutas. Las permutas imponen un precio fijo a los productos básicos a mediano y largo plazo[30].

Aunque está aumentando, el uso de los instrumentos de gestión de riesgos del precio de los productos básicos no se ha generalizado en los países en desarrollo, particularmente en África, entre otros motivos por el desconocimientos de los productores y los gobiernos de estos instrumentos que suelen ser complejos, el alto costo de las transacciones, y la liquidez y los plazos limitados que suponen, sobre todo en el caso de los productos básicos agrícolas. Además, hay muy pocos intermediarios locales, cuando los hay, que participan en estos mercados, y el acceso y la conectividad a los mercados internacionales que ofrecen esos instrumentos son limitados.

Algunas de estas deficiencias se pueden superar mediante el fomento de las bolsas de productos básicos. A partir de 2003, el ritmo de expansión del volumen de las transacciones realizadas en las bolsas de productos básicos de los países en desarrollo ha duplicado el de las bolsas similares más afianzadas de los países desarrollados (UNCTAD, 2007d). Esto ha propiciado un aumento de la proporción de países en desarrollo que participan en las transacciones de futuros y opciones de productos básicos, que era de casi un tercio en 2006. Esa expansión se ha visto facilitada en gran parte por los avances de las tecnologías de la información y las comunicaciones. Las

bolsas de productos básicos de los países en desarrollo pueden ofrecer oportunidades de cobertura más adaptadas a las necesidades de los productores y los comerciantes nacionales, y acercarlos a los productores. Estas bolsas contribuyen a reducir los costos de transacción, proporcionan un mecanismo de formación de precios, fomentan la transparencia, reducen el riesgo de los intermediarios financieros, ofrecen normas relativas al cumplimiento y facilitan la financiación. En cierta medida, pueden ayudar a colmar el vacío institucional que supuso la retirada del gobierno del sector de los productos básicos.

4. Inestabilidad de los precios de los productos básicos y coherencia en materia de políticas

Aunque la industrialización se extiende en los países en desarrollo y la proporción del producto correspondiente a manufacturas y servicios ha aumentado considerablemente en los dos últimos decenios, los precios de los productos básicos siguen siendo una variable clave de las estrategias de desarrollo de la mayoría de estos países. El crecimiento sostenido de los ingresos provenientes de la producción de productos básicos no sólo influye en la propensión a invertir, sino que también facilita la financiación de nuevas capacidades productivas, ya sea en el mismo sector primario o en actividades manufactureras y de servicios. La relativa estabilidad de los productos básicos no sólo beneficiaría a los países exportadores sino también a los importadores y, por tanto, al conjunto de la economía mundial. El crecimiento sostenido de los ingresos del sector primario contribuye a reforzar la demanda internacional de otros bienes y servicios, y aumenta la previsibilidad del costo de producción en las industrias que utilizan los productos básicos como insumos.

A largo plazo, la diversificación y la industrialización son los mejores medios para que los países reduzcan la dependencia de unos pocos productos primarios y, por consiguiente, la vulnerabilidad ante los efectos adversos de la volatilidad de los precios de los productos básicos y las tendencias desfavorables de éstos. Por otra parte, la diversificación es un proceso complejo y prolongado, que exige la formación de capital y la adquisición de capacidades, y depende en gran medida del logro de la estabilidad de los ingresos por concepto de exportaciones de productos primarios.

La liberalización de los mercados y la privatización en el sector de los productos básicos no se han traducido en una mayor estabilidad de los precios internacionales de estos productos. Hay un descontento generalizado con respecto a los mercados financieros y de productos básicos no reglamentados, que no transmiten señales fiables de precios a los productores de productos básicos. En los últimos años parecería que la política económica mundial se muestra más abierta a las nuevas ideas sobre la necesidad de adoptar medidas multilaterales contra los efectos negativos que ejercen las grandes fluctuaciones de los precios de los productos básicos en el desarrollo y la estabilidad macroeconómica de la economía mundial. Esto se debe, entre otros factores, a que los países en desarrollo se han convertido en importantes importadores de productos primarios, y muchos de ellos están en condiciones de financiar la adopción de medidas de estabilización de los precios o los ingresos. Otra razón para el cambio de orientación de las políticas es la atención cada vez mayor que prestan los principales países industrializados al problema de la volatilidad del precio de los productos básicos, pero es poco probable que los mecanismos internacionales de estabilización de los precios adoptados multilateralmente entre productores y consumidores se conviertan en una opción política en un futuro próximo; así pues, es urgente adoptar otras medidas para abordar las causas o los efectos de la volatilidad de los precios de los productos básicos.

> El logro de una liquidez oficial contracíclica que permita hacer frente a las crisis externas debería ser uno de los principales objetivos de una estructura financiera internacional que fomente el desarrollo.

Si bien las causas de la inestabilidad en los mercados de productos básicos no pueden eliminarse por completo, las medidas reguladoras que impiden una especulación excesiva con esos mercados podrían ser un paso importante para reducir la magnitud de las fluctuaciones de los precios. Una mayor estabilidad cambiaria también sería positiva. En cuanto a las medidas internacionales para tratar de contrarrestar

los efectos de la inestabilidad, una opción realista sería perfeccionar y ampliar los mecanismos de financiamiento compensatorio sobre la base de experiencias anteriores. El logro de una liquidez oficial contracíclica que permita hacer frente a las crisis externas debería ser uno de los principales objetivos de una estructura financiera internacional que fomente el desarrollo (Griffith-Jones and Ocampo, 2008). Para contribuir al desarrollo sostenido y la estabilidad macroeconómica mundial, esos programas de financiamiento compensatorio deberían disponer de muchos más recursos financieros que en el pasado. No sólo deberían cubrir el déficit de ingresos por exportación derivado de la acentuada baja de los precios de los productos básicos de exportación sino también, como sucede con el SFC, los aumentos pronunciados de la factura de importación debidos al alza de los precios de las importaciones de productos básicos esenciales, en particular alimentos y productos energéticos.

Las crisis externas pueden requerir distintas modalidades de pagos compensatorios. En el caso de una disminución de los precios cuya tendencia es probable que se invierta, los pagos compensatorios podrían adoptar la forma de préstamos concedidos en condiciones favorables por las instituciones financieras internacionales con fines de apoyo a la balanza de pagos. Esos préstamos pueden reembolsarse en caso de que los precios suban y superen un determinado umbral. En cambio, cuando el objetivo del financiamiento compensatorio es sostener los ingresos, ya sea de los productores de algunos productos básicos agrícolas o de los consumidores afectados por la subida de los precios de productos energéticos y alimentos importados, los pagos compensatorios en forma de subvenciones parecerían más apropiados, ya que tienen por objeto ayudar a algunos sectores de la población a mantener un determinado nivel de consumo, pero no deberían otorgarse a expensas de la AOD destinada a respaldar la infraestructura económica y los sectores productivos (véase también el capítulo V del presente *Informe*).

Un programa de financiamiento compensatorio más eficaz y menos engorroso desde el punto de vista administrativo que los programas anteriores indudablemente tendría que evitar los fenómenos procíclicos. Para lograrlo se podría recurrir a pagos automáticos en cuotas a precios de intervención predeterminados. En cuanto a las condiciones que deberían cumplirse, en principio debería bastar con que el país no tenga control alguno sobre la crisis que hace necesario el financiamiento compensatorio. La condicionalidad, en caso de imponerse, debería estar directamente relacionada con la forma de utilizar los recursos financieros del programa. Si consisten en subvenciones, estaría justificado que se exigiera el traspaso a los productores en forma de sostenimiento de la renta; en cambio, el traspaso a los consumidores se justificaría como condición cuando el objetivo del financiamiento compensatorio sea hacer frente a las importaciones de alimentos o productos energéticos.

Por otra parte, cuando el financiamiento compensatorio se otorga en forma de préstamos, en las decisiones de los acreedores y los gobiernos beneficiarios sobre el uso efectivo de los préstamos se debería tener en cuenta la necesidad de que tengan una rentabilidad que permita cubrir el futuro servicio de la deuda, en lugar de confiar en que una incierta reversión futura de la tendencia de los precios haga posible el reembolso. En tal caso, parecería más conveniente canalizar los recursos financieros a inversiones para dar respaldo a la capacidad productiva en otros sectores y, en último término, reducir la dependencia de los productos básicos.

> Se daría más coherencia al sistema económico internacional si se tomaran nuevas medidas en el plano multilateral para contener las fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales de productos básicos…

En el plano nacional, pueden ser útiles los acuerdos institucionales que actúan como amortiguadores entre los precios en los mercados internacionales de productos básicos y los ingresos recibidos por los productores nacionales. Este tipo de acuerdos no sólo apuntan a influir en la distribución del ingreso nacional y reducir la pobreza existente y evitar la futura, sino también a permitir que los productores realicen las inversiones necesarias para lograr un crecimiento sostenido de la productividad. Lo ocurrido con los sistemas de sostenimiento de la renta, por ejemplo en muchos países desarrollados, podría ofrecer enseñanzas útiles, pero el costo de esos sistemas suele superar las posibilidades presupuestarias de los países en desarrollo. Sin embargo, cuando los precios de los productos básicos son

altos, convendría establecer un mecanismo institucional en virtud del cual los países en desarrollo depositen en fondos nacionales parte de las ganancias inesperadas derivadas de los altos precios de los productos básicos para retirarlas cuando las condiciones del mercado internacional sean desfavorables. Un mecanismo de ese tipo aseguraría a los productores una entrada estable de ingresos que no exija asignaciones presupuestarias excesivas. En algunos casos, en especial cuando las ganancias inesperadas provienen de la subida de los precios del petróleo y los productos mineros, que son recursos naturales no renovables, la existencia de fondos similares podría ser fundamental para facilitar las inversiones en otros sectores, a fin de acelerar la diversificación y el cambio estructural que, en última instancia, reducirían la dependencia de los productos básicos.

Evidentemente, tanto a escala nacional como internacional, deberían adoptarse medidas complementarias. Además, un mayor uso de los nuevos instrumentos de gestión de riesgos relativos al precio de los productos básicos y las finanzas puede contribuir de manera significativa al desarrollo y los esfuerzos de reducción de la pobreza en los países en desarrollo. El uso de instrumentos de este tipo no eliminará, ni siquiera reducirá, la volatilidad de los precios, pero podría contribuir a mitigar la vulnerabilidad de los productores ante las fluctuaciones de precios. Si se coordinan con actividades más amplias destinadas a fortalecer la contribución de la banca nacional a la financiación de inversiones, las medidas que promueven el establecimiento y la intermediación de dichos instrumentos por los bancos locales, junto con medidas reglamentarias apropiadas para evitar una especulación excesiva, podrían contribuir a mitigar los efectos negativos que tiene la volatilidad de los precios de los productos básicos para los productores. Por lo tanto, podrían mejorar el contexto en que se realizan las inversiones en nueva capacidad de producción o una mayor productividad. Si esas medidas permiten crear un entorno económico nacional más estable, podría justificarse la subvención del costo que tiene para algunos productores el uso de instrumentos de cobertura.

> … y posibilitar al mismo tiempo la realización de ajustes graduales de los precios que reflejen las variables fundamentales del mercado y los cambios estructurales.

A pesar de las ventajas de esos mecanismos nacionales para hacer frente a los efectos de la inestabilidad de los precios de los productos básicos, se daría más coherencia al sistema económico internacional si se tomaran nuevas medidas en el plano multilateral para contener las fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales de productos básicos y, al mismo tiempo, posibilitar la realización de ajustes graduales de los precios que reflejen las variables fundamentales del mercado y los cambios estructurales, por ejemplo en relación con el cambio climático. Se requiere un fortalecimiento institucional y financiero de los mecanismos de apoyo para reducir o evitar los efectos negativos que pueden tener las fluctuaciones bruscas de los precios no sólo para los exportadores de productos básicos, en especial cuando la tendencia es a la baja, sino también para los importadores de los países en desarrollo cuando los precios muestran una tendencia alcista. ■

Notas

1 Véase, por ejemplo, el comunicado de la reunión de ministros de hacienda del G-8 realizada el 14 de junio de 2008 en Osaka (Japón) (Centro de Información del G-8: http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm080614-statement.pdf), en el que los ministros expresan inquietud no sólo ante los altos precios de los productos básicos, sobre todo del petróleo y los alimentos, sino también ante su volatilidad.

2 Véase IEA (2008). Según datos de BP (2008), la producción de petróleo incluso disminuyó un 0,2% en 2007.

3 A juicio de algunos observadores, la renegociación de contratos de extracción de recursos naturales con el fin de modificar la distribución de beneficios entre los países productores y las empresas transnacionales representa un costo adicional de inversión (IMF, 2008: recuadro 1.5).

4 Véase, por ejemplo, *Financial Times*, 9 de mayo de 2008.

5 Goldman Sachs, información dada a conocer en *Financial Times*, 6 de mayo de 2008.

6 Baffes (2007) examina el efecto que ejerce el precio del petróleo crudo en el precio de otros productos básicos y llega a la conclusión de que si el primero se mantiene a un nivel alto durante cierto tiempo es posible que el reciente auge de los productos básicos sea mucho más prolongado que episodios anteriores, por lo menos en lo que respecta a los alimentos, los fertilizantes y los metales preciosos.

7 Los datos del Baltic Dry Index provienen de Capital Link Shipping (http://shipping.capitallink.com/baltic_exchange/stock_chart.html); los del Overall Liner Trade Index provienen de ISL, 2008.

8 La clasificación de la FAO de países de bajos ingresos con déficit de alimentos se encuentra en http://www.fao.org/countryprofiles/lifdc.asp?lang=en (consultada el 8 de julio de 2008).

9 El crecimiento del rendimiento mundial agregado registró una media del 2% anual entre 1970 y 1990, pero descendió al 1,1% entre 1990 y 2007. Las áreas cultivadas se han expandido a una tasa media de tan sólo un 0,15% en los últimos 38 años. El lento crecimiento del rendimiento probablemente se relacione con el cambio climático, la reducción de las actividades de investigación y desarrollo en el sector agrícola y las dificultades para conseguir más fuentes de agua para la agricultura (USDA, 2008a).

10 Las existencias de cereales se encuentran en su nivel más bajo de las últimas tres décadas. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, 2008a): "Diversos cambios del contexto normativo desde los acuerdos de la Ronda Uruguay han contribuido de forma decisiva a reducir los niveles de reservas de los principales países exportadores, a saber: el tamaño de las reservas mantenidas por las instituciones públicas; el elevado costo que supone el almacenamiento de productos perecederos; el desarrollo de otros instrumentos menos costosos para la gestión del riesgo; el aumento del número de países con capacidad para la exportación; y las mejoras de las tecnologías de la información y el transporte". El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, 2008a) menciona otros factores que también podrían incidir en el bajo nivel de existencias, además de la mayor liberalización del comercio, que facilitó el comercio y redujo tanto las barreras comerciales como la necesidad de los países de mantener existencias. Entre las demás causas mencionadas figuran la reducción de las existencias de cereales en China y la menor importancia concedida por los gobiernos al mantenimiento de existencias reguladoras tras cerca de dos décadas en las que los precios de los alimentos fueron bajos y estables. Además, el sector privado redujo sus reservas debido a que durante años no hubo problemas de disponibilidad de las existencias mundiales, al costo de mantener las existencias y al uso del método de gestión de existencias en respuesta a la demanda.

11 En Herrmann, 2007, se presenta un análisis más detallado del tema.

12 Se prevé que la factura mundial de importación de alimentos aumente un 26% en 2008. En lo que respecta a productos específicos, se espera que la factura de las importaciones aumente un 77% en el caso del arroz y un 60% en el del trigo y los aceites de origen vegetal.

13 Esta es una de las recomendaciones que figuran en el informe de la Evaluación Internacional del Papel del Conocimiento, la Ciencia y la Tecnología en el

Desarrollo Agrícola (IAASTD), un proceso intergubernamental respaldado por más de 400 expertos y copatrocinado por la FAO, el Fondo para el Medio Ambiente Mundial (FMAM), el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), la Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO), el Banco Mundial y la Organización Mundial de la Salud (OMS).

14 Independientemente de los efectos de la relación de intercambio y de la balanza de pagos, desde el punto de vista de la seguridad alimentaria habrá que aumentar la provisión de financiación a los países importadores de alimentos a corto plazo, en forma coherente con el aumento del valor de las importaciones. El propósito de la Decisión ministerial de Marrakech sobre las medidas relativas a los posibles efectos negativos del programa de reforma en los países menos adelantados y en los países en desarrollo que son importadores netos de alimentos era abordar los problemas que se les podían plantear a los países de bajos ingresos a la hora de financiar sus importaciones de alimentos, como consecuencia de la liberalización y las reformas del comercio en el sector agrícola, en el contexto de los acuerdos comerciales multilaterales. Sin embargo, el principio en el que se basa esta decisión también es importante en el contexto de los aumentos recientes de los precios de los alimentos debidos a otros factores, puesto que su objetivo es evitar la escasez de alimentos básicos debido a la posible falta de fuentes de financiación del comercio. Para aliviar los problemas de liquidez de los países menos adelantados y de los países en desarrollo que son importadores netos de alimentos, y para facilitar la importación de alimentos de emergencia, que puede producirse con relativa independencia del efecto neto en la balanza comercial, en 2003 la UNCTAD y la FAO formularon una propuesta conjunta de creación de un mecanismo de financiación de las importaciones de alimentos (FAO, 2003b). Teniendo en cuenta la actual crisis alimentaria mundial, se podría reexaminar y considerar seriamente esta propuesta.

15 Véase UNCTAD, 2008b, en el que se presenta una descripción más detallada de las opciones de política existentes para hacer frente a la crisis alimentaria.

16 El hecho de que sólo una pequeña proporción del precio final de los productos primarios redunde en beneficio de los productores de los productos básicos de los países en desarrollo se ha atribuido al escaso poder de negociación de los exportadores ante los importadores, en especial cuando se trata de empresas transnacionales y al creciente poder de las cadenas de venta al por menor de alimentos.

17 Aunque las economías en desarrollo con mercados emergentes en rápido crecimiento, como China y la India, son la fuente de gran parte de la demanda adicional de productos básicos en los últimos años, lo que refuerza el aumento del comercio Sur-Sur, los países desarrollados seguían representando más del 65% del total mundial de importaciones de productos básicos en 2006.

18 Por ejemplo, los combustibles representan el 95% de las exportaciones de Angola, el cacao el 90% de las exportaciones de Santo Tomé y Príncipe, el mineral de hierro el 64% de las exportaciones de Mauritania y el algodón el 64% de las exportaciones de Benin.

19 Los datos sobre la proporción de exportaciones de productos básicos son cálculos de la UNCTAD basados en su *Manual de Estadísticas de la UNCTAD (Handbook of Statistics)* y las bases de datos COMTRADE de las Naciones Unidas.

20 Este análisis se basa en el índice de inestabilidad de los precios de los productos básicos distintos de los combustibles de la UNCTAD. Cabe observar que en las comparaciones históricas de la volatilidad de los precios de los productos básicos, es importante el período que se estudia, pero también puede detectarse un aumento de la volatilidad en períodos distintos de los mencionados en el texto. Por ejemplo, la volatilidad general de los precios de los productos básicos distintos de los combustibles fue más alta en 1986-2007 que en 1973-1985, períodos propuestos por Dehn, Gilbert y Varangis (2004) para medir los cambios de la volatilidad a lo largo del tiempo.

21 Este índice se calcula mensualmente, mientras que los datos empleados para el gráfico 2.4 se calculan trimestralmente, puesto que no se dispone de datos mensuales sobre el valor unitario de las exportaciones de bienes manufacturados de los países desarrollados.

22 Véase un análisis más detallado de la volatilidad de los precios de los productos básicos en Dehn, Gilbert and Varangis, 2004, y de la volatilidad de los precios del crudo en UNCTAD, 2005.

23 Véase un análisis detallado de los efectos negativos de la inestabilidad de los precios de los productos básicos en World Bank, 2000; Dehn, Gilbert and Varangis, 2004; y Parimal, 2006. Para un análisis más a fondo de los efectos sobre los ingresos gubernamentales, véase Asfaha, 2007.

24 Véase UNCTAD, 2002b, 2003a, 2004 y 2008c, en los que se presenta información detallada sobre la evolución de la política internacional en materia de productos básicos.

25 Actualmente, los CIPB sirven más bien como foros de debate para dar transparencia a los mercados y ninguno contiene cláusulas económicas con fines de estabilización de los precios. Para más información sobre el funcionamiento de los CIPB y sus problemas, véase Gilbert, 1996, y Centro del Sur, 2004. En Lines, 2007, se ofrece una evaluación más amplia de las políticas de gestión de la oferta.

26 El SFC se estableció en 1963 para ayudar a los países que tenían problemas relacionados con la balanza de pagos debido a disminuciones temporales

de sus ingresos de exportación como consecuencia de crisis externas que escapaban al control de las autoridades nacionales. El SFC se amplió en 1979 para cubrir la caída de los ingresos del turismo y de las remesas de los trabajadores, y en 1981 para hacer frente al aumento de los costos de importación de los cereales. En 1988 pasó a denominarse "Servicio de Financiamiento Compensatorio y para Contingencias", nombre que mantuvo hasta que se suprimió el elemento relativo a las contingencias.

27 Hasta el año 2000, la UE concedió financiamiento compensatorio a sus asociados del grupo ACP mediante el sistema STABEX, en relación con los productos agrícolas, y el sistema SYSMIN, en el caso de los productos mineros. Los dos mecanismos se habían adoptado en virtud del Convenio de Lomé en 1975, y se revisaron en renovaciones posteriores del Convenio. Con la creación de su sucesor, el Acuerdo de Cotonú de 2000, los sistemas STABEX y SYSMIN fueron reemplazados por el sistema FLEX (para la cobertura de las fluctuaciones a corto plazo de los ingresos por exportación), que proporcionaba apoyo presupuestario adicional a corto plazo a los países ACP que perdían un 2% o más de sus ingresos por exportación. El objetivo era proteger las reformas y las políticas macroeconómicas y sectoriales que peligraban a raíz de la disminución de los ingresos por exportación (European Commission, 2004). El apoyo financiero de esa fuente no dependía de las fluctuaciones del precio de un determinado producto básico, sino de las pérdidas de ingresos por exportación y del aumento del déficit del sector público. El sistema FLEX parece presentar deficiencias similares a las de otros mecanismos, en particular la lentitud de los desembolsos y las evidentes limitaciones de recursos. En el contexto de las negociaciones de acuerdos de asociación europeos tras la expiración del Acuerdo de Cotonú, es probable que se adopte una versión reformada del sistema FLEX.

28 En Hewitt, 2007, se presenta un examen del tema.

29 La UNCTAD ha desempeñado un papel fundamental en la promoción del uso de los instrumentos de gestión de riesgos relativos a los productos básicos desde comienzos del decenio de 1990 (véase, por ejemplo, UNCTAD, 1998). En 1999, el Banco Mundial, en colaboración con la UNCTAD y otras instituciones, estableció el Grupo de Tareas Internacional sobre los Productos Básicos para mejorar el acceso a esos instrumentos por entidades de los países en desarrollo. La labor de ese Grupo de Trabajo se inspiró en un importante documento del Banco Mundial, (World Bank, 1999). Sin embargo, parecería que hasta la fecha el Grupo sólo ha ejecutado con éxito un reducido número de proyectos piloto.

30 Véase más información sobre los instrumentos de gestión de riesgos, y sus ventajas y desventajas en UNCTAD, 1998; UNCTAD, 2005; y Rutten and Youssef, 2007. Estos autores presentan un estudio de caso sobre la aplicación de estos instrumentos en el mercado del café, que es el segundo producto básico transado a nivel internacional, por orden de importancia, después del petróleo.

Bibliografía

Akiyama T et al. (2001). Commodity market reforms: Lessons of two decades. World Bank Regional and Sectoral Studies. Washington, DC, March.

Asfaha S (2007). National revenue funds: their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity. Winnipeg, International Institute for Sustainable Development.

Baffes J (2007). Oil spills on other commodities. Policy Research Working Paper WPS4333. Washington, DC, World Bank.

BP (2008). *Statistical Review of World Energy*. British Petroleum, June.

Burghardt G (2008). Volume surges again. *Futures Industry Magazine*. March/April.

Burkhard J (2008). The price of oil: A reflection of the world. Testimony before the Committee on Energy and Natural Resources, United States Senate, Cambridge Energy Research Associates, Washington, DC, 3 April.

Cashin P and McDermott CJ (2002). The long-run behavior of commodity prices: Small trends and big variability. IMF Staff Papers, 49(2). Washington, DC, International Monetary Fund.

Cashin P, McDermott C J and Scott A (1999). Booms and slumps in world commodity prices. IMF Working Paper 99/155. Washington, DC, International Monetary Fund.

CERA (2008). IHS/CERA Upstream Capital Costs Index: Cost of constructing new oil and gas facilities

reaches new high. Cambridge Energy Research Associates. 14 May. Press release. Available at: http://www.cera.com/aspx/cda/public1/news/pressReleases/pressReleaseDetails.aspx?CID=9487.

Cohen D et al. (2008). Lending to the poorest countries: A new counter-cyclical debt instrument. OECD Development Centre Working Paper 269. Paris, OECD.

Dehn J, Gilbert C and Varangis P (2004). Commodity price volatility. In: Aizenman J and Pinto B, eds. *Managing Volatility and Crises*: *A Practitioner's Guide*. Washington, DC, World Bank.

European Commission (2004). Agricultural commodity chains, dependence and poverty: A proposal for an EU action plan, COM(2004)89 final. Brussels.

FAO (2003a). Some trade policy issues relating to trends in agricultural imports in the context of food security. Report of the 64th Session of the Committee on Commodity Problems. Rome, 18–21 March.

FAO (2003b). Financing normal levels of commercial imports of basic foodstuffs in the context of the Marrakesh Decision on least-developed and net food-importing developing countries. Rome.

FAO (2008a). Soaring food prices: Facts, perspectives, impacts and actions required, HLC/08/INF/1. Rome.

FAO (2008b). Food outlook. Rome, June.

FAO (2008c). Crop prospects and food situation. Rome, April.

Financial Times (2008). Analyst warns of oil at $200 a barrel, 6 May.

Financial Times (2008). The Lex Column. Commodities: mining, and Commodities: Oil, 9 May.

Gilbert C (1996). International commodity agreements: an obituary notice. *World Development*, 24(1).

Griffith-Jones S and Ocampo JA (2008). Compensatory financing for shocks: What changes are needed? Initiative for Policy Dialogue Working Paper. New York.

Harris J (2008). Written testimony before the Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Commodity Futures Trading Commission, United States Senate. Washington, DC. 20 May. Available at: http://hsgac.senate.gov/public_files/052008Harris.pdf.

Herrmann M (2007). Agricultural support measures of advanced countries and food insecurity in developing countries: Economic linkages and policy responses. In: Guha-Khasnobis B, Acharya SS and Davis B, eds. *Food Security: Indicators, Measurement, and the Impact of Trade Openness*. Oxford, Oxford University Press.

Hewitt A (2007). Compensatory finance: Options for tackling the commodity price problem. Winnipeg, International Institute for Sustainable Development.

IEA (2008). Oil market report. Paris, International Energy Agency, May.

IFDC (2008). World fertilizer prices soar as food and fuel economies merge. International Center for Soil Fertility and Agricultural Development. Press release, 19 February. Available at: http://www.ifdc.org/i-wfp021908.pdf.

IMF (2004). Review of the compensatory financing facility. Washington, DC.

IMF (2006). *World Economic Outlook*. Washington, DC, September.

IMF (2008). *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

ISL (2008). *Shipping Statistics and Market Review*, 529(4). Bremen, Institute of Shipping Economics and Logistics.

Ivanic M and Martin W (2008). Implications of higher global food prices for poverty in low-income countries. Policy Research Working Paper, WPS 4594. Washington, DC, World Bank.

Lines T (2007). Supply management: Options for commodity income stabilization. Winnipeg, International Institute for Sustainable Development.

Lukken W (2008). Written testimony before the Senate Appropriations Subcommittee on Financial Services and General Government and the Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry, United States Senate. 17 June. Available at: http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opalukken-41.pdf.

Masters MW (2008). Testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, United States Senate. Masters Capital Management LLC. Washington, DC, 20 May. Available at: http://hsgac.senate.gov/public/_files/052008Masters.pdf.

Merryll Lynch (2008). Commodity volatility: a primer. Global Commodity Paper No. 7. New York.

OECD-FAO (2008). Agricultural Outlook 2008–2017. Organisation for Economic Co-operation and Development and Food and Agriculture Organization. Paris and Rome.

OPEC (2008). OPEC Monthly Oil Market Report. Vienna, May.

Parimal J (2006). Rethinking policy options for export earnings. South Centre Research Papers, No. 5. Geneva.

Polaski S (2008). Rising food prices, poverty, and the Doha round. *Policy Outlook*, No. 41. Washington, DC, Carnegie Endowment for International Peace.

Rubin J and Tal B (2008). Will soaring transport costs reverse globalization? *CIBC World Markets StategEcon*, 27 May.

Rutten L and Youssef F (2007). Market-based price risk management: An exploration of commodity income stabilization options for coffee farmers. Winnipeg, International Institute for Sustainable Development.

South Centre (2004). Commodity market stabilization and commodity risk management: Could the demise of the former justify the latter? South Centre analytical note, SC/TADP/AN/COM/, Geneva.

Ul Haque (2003). Commodities under neoliberalism: The case of cocoa. G-24 Discussion Paper No. 25. New York and Geneva, UNCTAD, January.

UNCTAD (1998). A survey of commodity risk management instruments. UNCTAD/COM/15/Re.2, Geneva.

UNCTAD (2002a). *The Least Developed Countries Report 2002: Escaping the Poverty Trap*. United

Nations publication, sales no. E.02.II.D.13, New York and Geneva.

UNCTAD (2002b). The effects of financial instability and commodity price volatility on trade, finance and development. Note prepared by the UNCTAD Secretariat for the WTO Working Group on Trade, Debt and Finance. Geneva, 10 July.

UNCTAD (2003a). Economic development in Africa: Trade performance and commodity dependence. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (2003b). Report of the Meeting of Eminent Persons on Commodity Issues. TD/B/50/11, Geneva.

UNCTAD (2004). Beyond Conventional Wisdom in Development Policy: An Intellectual History of UNCTAD, 1964-2004. New York and Geneva.

UNCTAD (2005). The exposure of African Governments to the volatility of international oil prices, and what to do about it. Paper prepared for the African Union Extraordinary Conference of Ministers of Trade on African Commodities. UNCTAD/DITC/COM/2005/11, Geneva, 6 December.

UNCTAD (2007a). The development role of commodity exchanges. TD/B/COM.1/EM.33/2, Geneva.

UNCTAD (2007b). The Least Developed Countries Report 2007: Knowledge, Technological Learning and Innovation for Development. United Nations publication, sales no. E.07.II.D.8, New York and Geneva.

UNCTAD (2007c). Commodities and development. TD/B/COM.1/82, Geneva.

UNCTAD (2007d). The development role of commodity exchanges. TD/B/COM.1/EM.33/2, Geneva.

UNCTAD (2008a). *Development and Globalization: Facts and Figures 2008*. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (2008b). Addressing the global food crisis: Key trade, investment and commodity policies in ensuring sustainable food security and alleviating poverty. A note by the UNCTAD secretariat for the High-level Conference on World Food Security: The Challenges of Climate Change and Bioenergy, Rome, 3–5 June.

UNCTAD (2008c). The changing face of commodities in the twenty-first century. TD/428, Geneva.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report*. United Nations publication, New York and Geneva.

United Nations (2008). World Economic Situation and Prospects 2008: Update as of mid-2008. New York.

United States Senate (2006). The role of market speculation in rising oil and gas prices: A need to put the cop back on the beat. Staff report prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Washington, DC.

USDA (2008a). Global agricultural supply and demand: Factors contributing to the recent increase in food prices. United States Department of Agriculture. Washington, DC, May.

USDA (2008b). Grains: World markets and trade. United States Department of Agriculture. Washington, DC, May.

WAOB (2008). World Agricultural Supply and Demand Estimates No. 460. World Agricultural Outlook Board, United States Department of Agriculture. Washington, DC.

World Bank (1999). Dealing with commodity price volatility in developing countries: A proposal for a market-based approach. Washington, DC, International Task Force on Commodity Risk Management, World Bank. Washington, DC.

World Bank (2000). *Global Economic Prospects 2000*. Washington, DC.

World Bank (2008). World Development Report 2008: Agriculture for Development. Washington, DC.

Capítulo III

CORRIENTES INTERNACIONALES DE CAPITAL, BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO

A. Introducción

Los Jefes de Estado y de Gobierno reunidos en Monterrey (México) en marzo de 2002 se comprometieron en el Consenso de Monterrey, a, entre otras cosas, atraer corrientes de capital productivo y estimularlas (párr. 21) y crear las condiciones para la sostenibilidad de la deuda externa (párr. 47). Los primeros años del presente milenio se han caracterizado por la transformación de los países en desarrollo, que de ser importadores pasaron a ser exportadores netos de capital. De hecho, desde la crisis financiera de Asia en 1997-1998 se ha intensificado la corriente de capital que fluye de los países pobres a los ricos ("contra corriente"). Ante la magnitud de este nuevo fenómeno, algunos observadores han llegado a la conclusión de que algunos países en desarrollo han venido generando un "exceso de ahorro mundial" (Bernanke, 2005)[1].

La transformación de algunos países en desarrollo en exportadores netos de capital contrasta con las expectativas derivadas de las teorías tradicionales sobre el crecimiento, según las cuales, en un contexto de mercados de capital abiertos, el capital fluye de los países ricos a los países pobres para aprovechar las tasas más altas de rentabilidad del capital previstas y superar la escasez de ahorro en los países con escasez de capital. Estas teorías también postulan que la entrada de capital en un país estimula el crecimiento económico.

Sin embargo, lo ocurrido en los últimos años no confirma esos postulados. No sólo el capital fluye "contra corriente", sino que los países en desarrollo que son exportadores netos de capital suelen mostrar un crecimiento más rápido e invertir más que los que son receptores netos de capital. Esta situación también lleva a cuestionar otra hipótesis de la teoría económica tradicional, conforme a la cual hay una relación positiva y estrecha entre la liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento económico.

La discrepancia entre estos postulados y las conclusiones empíricas ha sido descrita como un "enigma", aunque en realidad sólo es enigmática si se la considera desde el punto de vista de los principios básicos de la teoría económica neoclásica, sobre todo la idea según la cual la evolución de la cuenta corriente responde al comportamiento de un agente representativo con perfecta capacidad predictiva y que maximiza la utilidad intertemporal. Cuando se reconoce

que estas hipótesis no reflejan lo que ocurre en el mundo real, no resultan en absoluto enigmáticas.

En el presente capítulo se analizan los principales aspectos del flujo de capital "contra corriente", fenómeno que también se conoce como "la paradoja de los flujos de capital", con el fin de ofrecer un marco de referencia único que facilite la comprensión de los mecanismos que determinan la balanza por cuenta corriente y su interacción con los factores determinantes de la inversión y el crecimiento. En el capítulo se examinan los factores que han incidido de manera clave en la mejora de la balanza exterior de muchos países en desarrollo, sobre todo en la transición de un déficit a un superávit por cuenta corriente y en las salidas netas de capital conexas.

La principal conclusión del análisis es que en los países muy dependientes de los productos primarios las variaciones en la cuenta corriente obedecen fundamentalmente a variaciones de los precios de los productos básicos, mientras en los países con estructuras de exportación y producción más diversificadas el tipo de cambio real es el principal factor determinante de las variaciones en balanza por cuenta corriente. Esta última conclusión, en particular, concuerda con lo observado en estudios recientes según los cuales un tipo de cambio sobrevalorado influye negativamente en la balanza exterior y que, además, un tipo de cambio real competitivo es esencial para el aumento de la demanda agregada a corto plazo y del empleo a largo plazo (Frenkel and Taylor, 2006; Eichengreen, 2007; y Rodrik, 2007).

En la sección B del presente capítulo se ofrece una breve reseña de la reciente evolución de la cuenta corriente en varios grupos de países en desarrollo, mientras en la sección C se analizan episodios de cambio de signo de la cuenta corriente en economías en desarrollo en los últimos 30 años y se destacan las condiciones que suelen conducir a un fortalecimiento de la balanza exterior y del crecimiento del producto. En la sección D se utilizan los componentes constitutivos de las teorías tradicionales para examinar la relación entre apertura financiera, corrientes netas de capital, inversión y crecimiento; asimismo, se examina la divergencia entre las predicciones del modelo convencional de la "brecha de ahorro" y el modelo neoclásico estándar de crecimiento, por una parte, y las observaciones empíricas según las cuales la afluencia de capital no es un requisito imprescindible del crecimiento y la aceleración del crecimiento en los países en desarrollo puede incluso obedecer a la exportación neta de capital, por otra. En la sección E se presentan las conclusiones y se indican sus repercusiones en lo que respecta a la política económica a nivel nacional e internacional.

B. Evolución reciente de la cuenta corriente en los países en desarrollo

A fines de los años noventa, la cuenta corriente de los países desarrollados considerados como grupo dejó de presentar un excedente para registrar un déficit; en las economías en desarrollo como grupo, ésta dejó de ser deficitaria para arrojar un elevado superávit (gráfico 3.1). La evolución de la balanza agregada por cuenta corriente (gráfico 3.1A) está determinada en gran medida por la situación de las dos economías de mayor tamaño de cada grupo: Estados Unidos y China. Esta última no sólo puede aprovechar la existencia de una enorme fuerza laboral, sino que también es un ejemplo destacado de país en desarrollo que ha logrado acumular un gran volumen de capital y combinar un elevado excedente en la cuenta corriente con una rápida acumulación interna de capital.

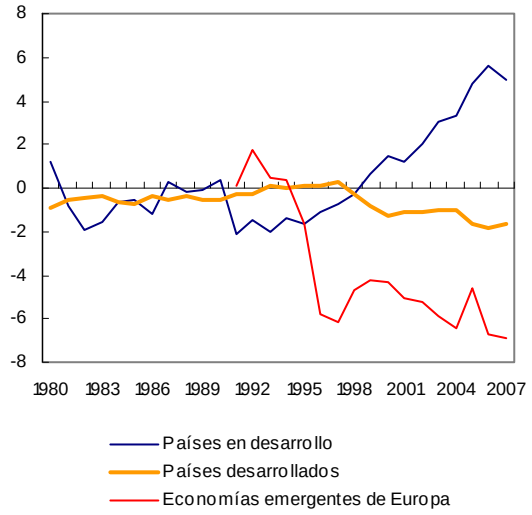
Los grupos de países desarrollados y en desarrollo son muy heterogéneos, como se puede observar en la comparación de los gráficos 3.1A y 3.1B.

Gráfico 3.1

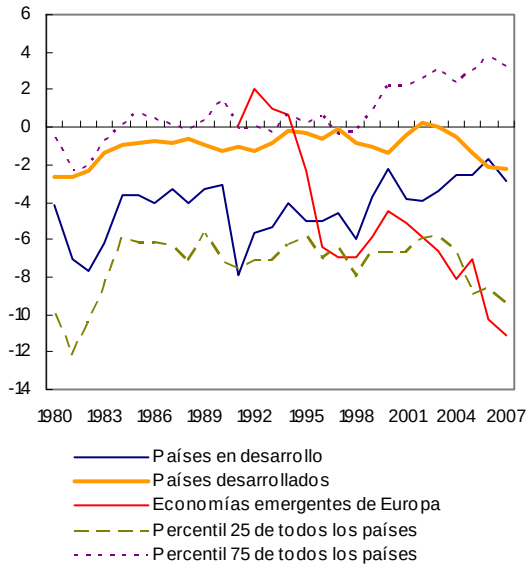
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN PAÍSES EN DESARROLLO Y DESARROLLADOS, Y EN ECONOMÍAS EMERGENTES DE EUROPA, 1980-2007

(En porcentaje del PIB)

A. Promedios ponderados



B. Promedios simples y percentiles 25 y 75 de la distribución



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en información sobre cuentas nacionales de la División de Estadística de las Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Sociales y Económicos; *UNCTAD Handbook of Statistics*, y FMI, base de datos sobre la balanza de pagos.

Nota: Las economías emergentes de Europa son Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania y la República Checa. El percentil 75 (25) es el valor por debajo del cual se encuentra el 75% (25%) de las observaciones.

En este último se ilustra la evolución del promedio no ponderado y simple de las balanzas por cuenta corriente. Mientras en promedio los países en desarrollo seguían presentando un déficit a comienzos del actual milenio, la diferencia entre la balanza por cuenta corriente de los países en desarrollo y los países desarrollados se ha reducido considerablemente desde entonces. Por otra parte, se ha acentuado la diferencia entre los dos grupos de países, como lo indican las curvas que ilustran la evolución de los países que se encuentran en los percentiles 25 y 75 de distribución de las balanzas por cuenta corriente. El rango intercuartil aumentó del 6% del PIB en 1997 al 11,5% del PIB en 2007.

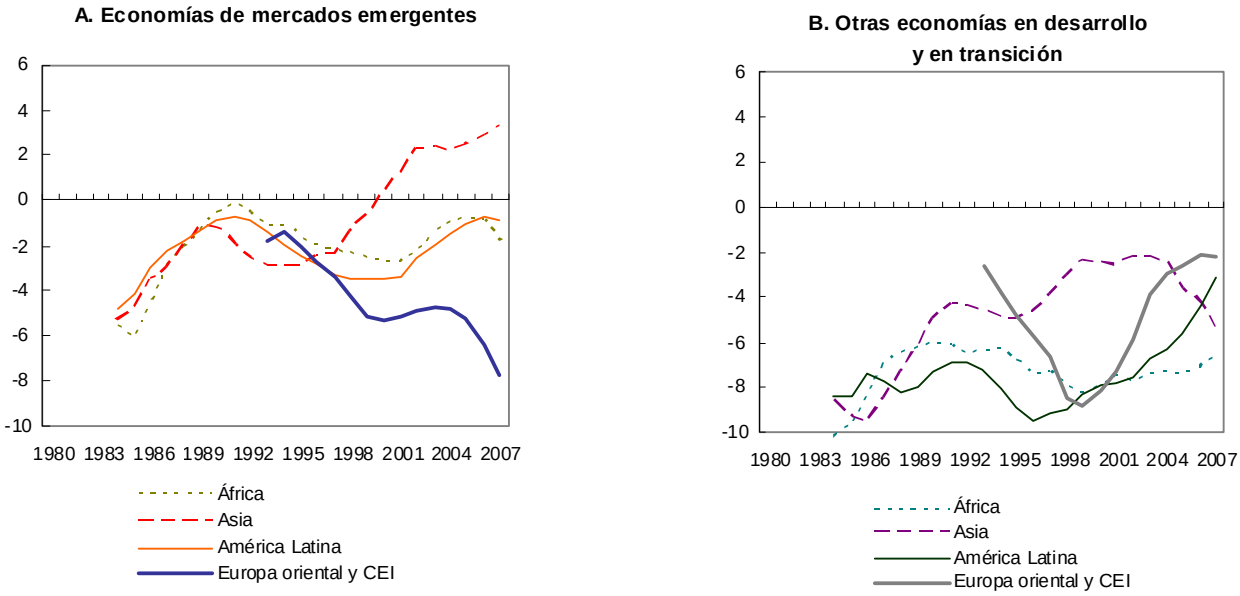
El cambio de dirección de la balanza por cuenta corriente de los países en desarrollo se inició en torno a 1998, probablemente debido en gran medida a la oleada de crisis financieras que afectaron a los países en desarrollo en la segunda mitad de los años noventa. El cambio fue impulsado sobre todo por las economías de mercados emergentes (gráfico 3.2). En 2007 las economías de esa categoría de países en desarrollo habían eliminado por completo, o casi por completo, el déficit por cuenta corriente (gráfico 3.2A), mientras otros países en desarrollo seguían presentando un déficit elevado (gráfico 3.2B). Las economías en transición de Europa meridional y oriental y los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) no presentan la misma tendencia; de hecho, mientras algunas economías de mercados emergentes de este grupo registraron en promedio un dramático aumento del déficit por cuenta corriente, otras economías en transición consiguieron reducirlo considerablemente.

El hecho de que la mejora general de las balanzas por cuenta corriente pueda atribuirse fundamentalmente a las economías de mercados emergentes se debe a que los demás países sólo tenían acceso limitado a los mercados internacionales de capital y se vieron muy poco afectados por las crisis financieras de los últimos diez años. El fenómeno es más sorprendente cuando se lo considera desde el punto de vista de la teoría económica dominante porque las economías de mercados emergentes son las que supuestamente se verían más favorecidas por las entradas netas de capital ("ahorro externo"), debido a su mayor apertura a los mercados financieros internacionales, por lo que tienen un mayor déficit por cuenta corriente (recuadro 3.1). Sin embargo, en las economías de mercados emergentes de Asia la mayor afluencia bruta de capital se vio contrarrestada con creces por salidas brutas (gráfico 3.3)[2].

Gráfico 3.2

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN POR REGIÓN, 1980-2007

(En promedio, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en información de las bases de datos de FMI, *Balance of Payments* y *World Economic Outlook*, y *UNCTAD, Manual de Estadísticas*.

Nota: Promedios simples y promedios quinquenales móviles de los países. La Federación de Rusia no forma parte de Europa oriental ni de la CEI.

Recuadro 3.1

CUENTA CORRIENTE Y SALIDAS NETAS DE CAPITAL: DEFINICIONES

Las entradas de capital se definen comúnmente como la adquisición de activos nacionales por parte de no residentes (más donaciones), en tanto que las ventas de ese tipo de activos por no residentes se definen como entradas negativas de capital. Con la misma lógica, las salidas de capital se definen como la adquisición de activos externos por parte de residentes, mientras las ventas de ese tipo de activos, también por parte de residentes, se definen como salidas negativas de capital.

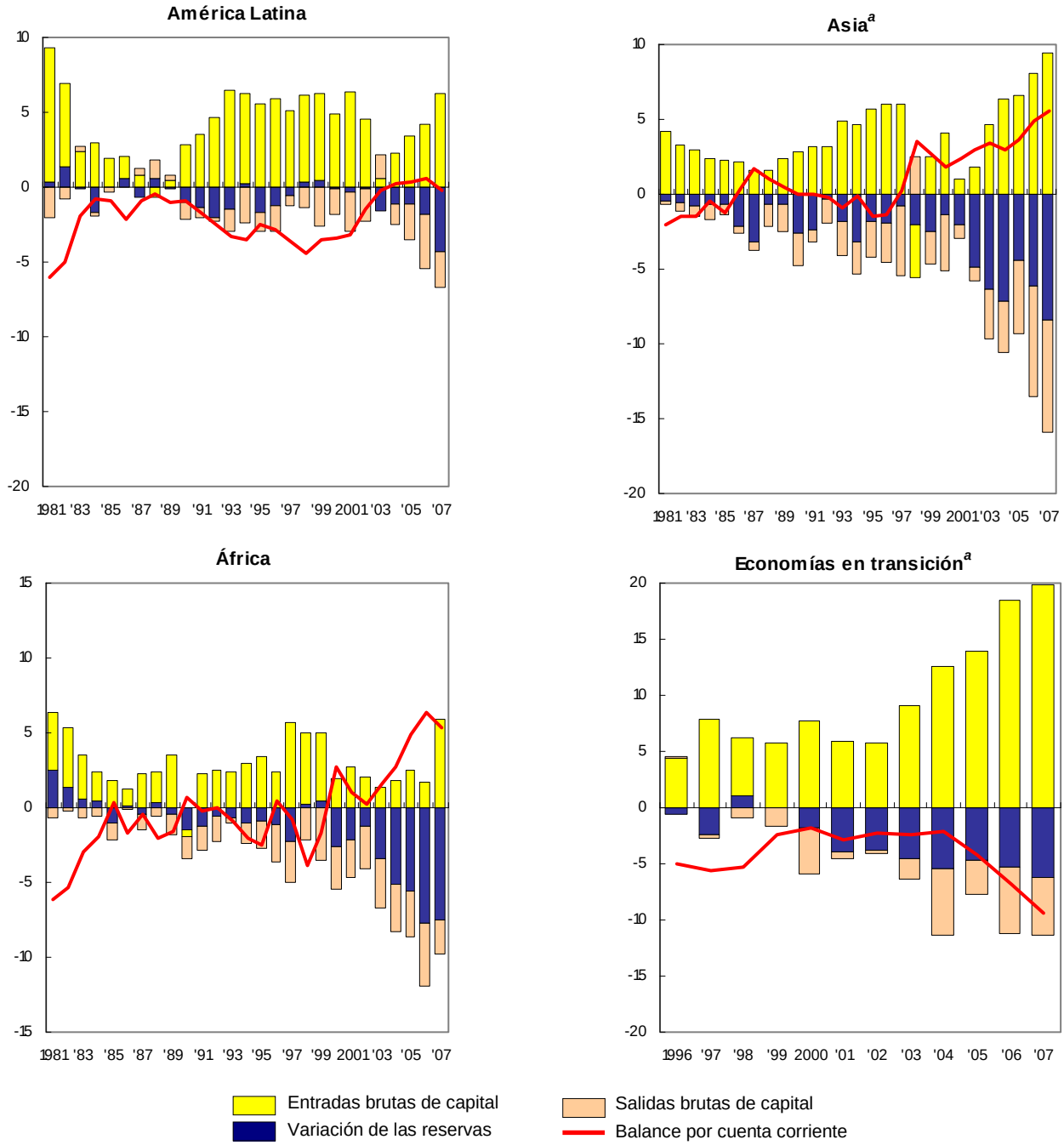
En el sistema de cuentas nacionales, la balanza por cuenta corriente corresponde tanto a la diferencia entre ahorro e inversión nacional como a la diferencia entre ingreso y gasto nacional, lo que significa que cuando el gasto nacional supera al ingreso el déficit resultante por cuenta corriente mide la transferencia de recursos desde el exterior, definida en algunos casos como "ahorro externo", que financia el excedente de gastos.

La balanza por cuenta corriente equivale a la suma de la balanza de importaciones y exportaciones de bienes y servicios, y la balanza de los pagos a los factores, tanto residentes como no residentes, además de las transferencias corrientes. La balanza de pagos considerada como una unidad contable equivale a la suma de todas las corrientes de capital, las variaciones de las reservas internacionales y errores y omisiones. Aunque en la contabilidad de la balanza de pagos estas últimas tres categorías se registran por separado, las expresiones "entrada neta de capital" y "salida neta de capital", tal como se utilizan en el presente *Informe*, abarcan la balanza de la cuenta de capital, las variaciones de las reservas, y errores y omisiones netos, a menos que se indique lo contrario, por lo que coinciden con la balanza por cuenta corriente (aunque con signo opuesto). Esto significa que un excedente por cuenta corriente corresponde a una salida neta de capital, en tanto que un déficit por cuenta corriente corresponde a una entrada neta de capital, lo que difiere de la definición presentada en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1999* (segunda parte, cap. V).

Gráfico 3.3

CORRIENTES DE CAPITAL, BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y VARIACIONES DE LAS RESERVAS DE LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y LAS ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN, POR REGIÓN, 1981-2007

(En promedios ponderados del PIB como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en *Balance of Payments*, *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook*, y fuentes nacionales.

Nota: En las variaciones de las reservas, un valor negativo indica un aumento. Las entradas brutas de capital equivalen a la suma de las inversiones directas en la economía, los pasivos correspondientes a inversiones de cartera y otros pasivos por inversiones. Las salidas brutas de capital son la suma de las inversiones directas en el extranjero, los activos correspondientes a inversiones de cartera y otros activos por inversiones.

a Con excepción de los principales exportadores de petróleo. Las economías en transición incluyen a Bulgaria y Rumania.

El gráfico 3.3 también ilustra las tres oleadas de corrientes de capital recibidas y colocadas por países en desarrollo y los efectos que tuvieron en distintas regiones. La primera oleada se inició a mediados de los años setenta y concluyó con la crisis de la deuda a comienzos de la década siguiente. La segunda empezó con posterioridad a los canjes del Plan Brady a comienzos de los años noventa y terminó con la brusca suspensión de las corrientes que se produjo después de las crisis asiática y rusa. La tercera empezó a comienzos de la presente década y aún no ha terminado. La primera dio origen a una voluminosa entrada neta de capital, unida a escasas colocaciones brutas en el exterior de los países en desarrollo. Durante la segunda oleada, el incremento de la entrada bruta de capital fue acompañado de un aumento de las salidas brutas. En la tercera, las salidas brutas, vinculadas en gran medida a la acumulación de reservas en divisas, sobre todo de Asia, superaron a las entradas brutas, lo que se tradujo en salidas netas de capital de los países en desarrollo.

En varios países cuyos resultados del comercio exterior dependen fundamentalmente de la demanda mundial de productos primarios, la mejora de la cuenta corriente obedeció al alza del precio de estos productos. En particular, la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo registró un profundo cambio cuando el precio del petróleo comenzó a subir, en tanto que los importadores netos de productos básicos se vieron afectados en su cuenta corriente. Muchas economías emergentes de Asia corresponden a esta última categoría, pero han compensado el aumento de la factura de importaciones de productos básicos con un incremento proporcionalmente mayor de las entradas provenientes de exportaciones de manufacturas en respuesta a la decisión de sus autoridades de mantener un tipo de cambio levemente subvalorado.

C. Determinantes de las oscilaciones de la cuenta corriente

1. *Ejemplos de inversión de la cuenta corriente después de una crisis*

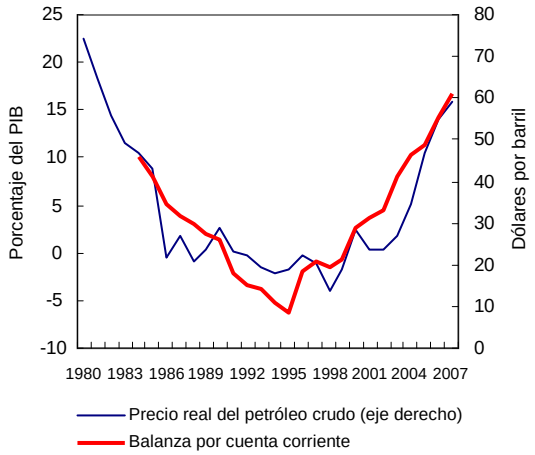
La inversión o cambio de signo de la balanza por cuenta corriente de un país en desarrollo suele relacionarse con un cambio drástico de la relación de intercambio. La mejora considerable de la situación de la balanza por cuenta corriente tras un cambio repentino y positivo de los precios es más evidente en el caso de los países exportadores de petróleo (gráfico 3.4A) y también, aunque en menor medida, en el de los países que exportan minerales, meras y metales (gráfico 3.4B). Sin embargo, en los últimos años, los países en desarrollo productores de otros productos básicos también han registrado una considerable mejora de la relación de intercambio, lo que ha influido en su posición de cuenta corriente. Según las características estructurales de una economía, la inversión del déficit en los países en desarrollo también puede deberse a una gran depreciación del tipo de cambio real o a una profunda recesión. En los últimos 20 años, muchas de las inversiones provocadas por depreciaciones monetarias han obedecido a crisis financieras en las economías de mercado emergentes. La Federación de Rusia y la República de Corea en 1998 y la Argentina en 2002 son ejemplos notables. China también constituye un ejemplo del segundo tipo de inversión de la cuenta corriente si se tienen en cuenta los ajustes introducidos tras su crisis monetaria en 1992, cuando el yuan registró una acentuada depreciación antes de ser vinculado al dólar durante un largo período (véase el gráfico 3.5).

La mayoría de las crisis monetarias y financieras que se han producido pueden describirse bastante bien mediante algunos hechos estilizados relacionados con dos regímenes cambiarios. En un grupo de países, el tipo de cambio estaba vinculado a una divisa de reserva, por lo general el dólar; era lo que

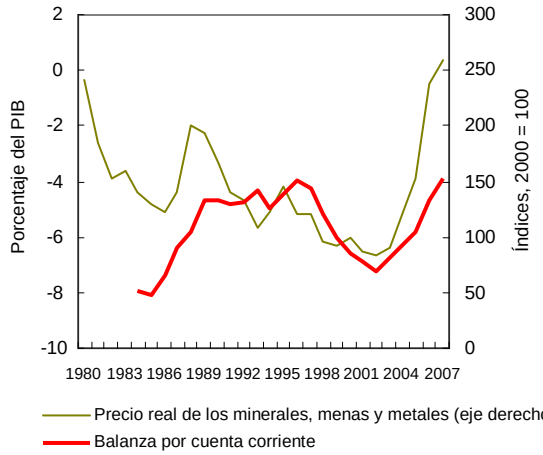
Gráfico 3.4

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS DE LOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO Y DE PRODUCTOS MINERALES Y MINEROS, 1980-2007

A. Principales países exportadores de petróleo



B. Países exportadores de productos minerales y mineros



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en FMI; bases de datos *Balance of Payment* y *Perspectivas de la Economía Mundial*; UNCTAD, Estadísticas de Precios de Productos Básicos en línea y base de datos del *Handbook Statistics* de la UNCTAD.

Nota: Los datos relativos a la balanza por cuenta corriente son promedios simples de países y promedios móviles de cinco años. Los exportadores de productos minerales y mineros son Chile, Ghana, Guinea, Mozambique, el Níger, Papua Nueva Guinea, el Perú, Suriname y Zambia. Precio real del petróleo crudo: promedio de los precios del petróleo de Dubai, Brent y Texas, con la misma ponderación (dólares por barril), deflactado por el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos (2000 = 100). Precio real de los minerales, meras y metales: índice de precios de los minerales, meras y metales deflactado por el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos (2000 = 100).

ocurría en muchas economías pequeñas en las que las autoridades monetarias recurrían al "anclaje" cambiario para estabilizar la economía. Esta estrategia, que en muchos casos permitía reducir la inflación, solía dar lugar a una sobrevaloración de la moneda y a un cuantioso déficit por cuenta corriente debido a la disminución del precio de las importaciones procedentes de la economía utilizada como "ancla" (Flassbeck, 2001). En otro grupo de países se aplicaba un régimen cambiario flexible. Las variaciones de las políticas de tipos de interés en estos países, que reflejaban sus diferenciales de inflación, daban lugar a una gran afluencia de capital a corto plazo, dada la inexistencia de restricciones a los flujos de capital. Ello provocaba una apreciación del tipo de cambio real, que conducía a un rápido crecimiento de las importaciones y del déficit por cuenta corriente.

La mayoría de las crisis monetarias y financieras que se han producido pueden describirse bastante bien mediante algunos hechos estilizados relacionados con dos regímenes cambiarios. En un grupo de países, el tipo de cambio estaba vinculado a una divisa de reserva, por lo general el dólar; era lo que ocurría en muchas economías pequeñas en las que las autoridades monetarias recurrían al "anclaje" cambiario para estabilizar la economía. Esta estrategia, que en muchos casos permitía reducir la inflación, solía dar lugar a una sobrevaloración de la moneda y a un cuantioso déficit por cuenta corriente debido a la disminución del precio de las importaciones procedentes de la economía utilizada como "ancla" (Flassbeck, 2001). En otro grupo de países se aplicaba un régimen cambiario flexible. Las variaciones de las políticas de tipos de interés en estos países, que reflejaban sus diferenciales de inflación,

daban lugar a una gran afluencia de capital a corto plazo, dada la inexistencia de restricciones a los flujos de capital. Ello provocaba una apreciación del tipo de cambio real, que conducía a un rápido crecimiento de las importaciones y del déficit por cuenta corriente.

En ambos casos, el deterioro de la balanza por cuenta corriente, acentuaba la percepción de los inversionistas internacionales del mayor riesgo monetario y, en un momento dado, se producía una repentina y masiva salida de capitales. La pérdida de confianza en los mercados financieros internacionales suele impulsar a los gobiernos y bancos centrales a adoptar medidas defensivas, como aumentar los tipos de interés, intervenir en el mercado de divisas e intentar reducir el déficit fiscal pese al deterioro de la situación económica interna. Esto fue lo que ocurrió en la República de Corea en 1998 cuando, a pesar de la relativa solidez de las variables fundamentales, su economía se vio contagiada por la crisis financiera que afectó a otros países del Asia oriental que habían adoptado el régimen del anclaje. El problema que se planteaba consistía en que el tipo de cambio de la moneda coreana había sido fijado *de facto* tras la apertura de la cuenta de capital, sin tener en cuenta el riesgo de la entrada neta de capital con fines especulativos provocada por tipos de interés relativamente bajos en dólares. La repentina inversión de la balanza por cuenta corriente en la República de Corea obedeció a la disminución de la producción y las importaciones. Posteriormente, la depreciación real de la moneda contribuyó a mantener un excedente moderado por un período prolongado (gráfico 3.5A).

La inversión de la cuenta corriente que se produjo en la Argentina en 2002 tuvo una evolución similar (gráfico 3.5B): la convertibilidad al dólar dio lugar a una sobrevaloración insostenible del tipo de cambio real agravada por el hecho de que, mientras que los Estados Unidos sólo representaban una pequeña proporción de las exportaciones del país, el principal socio comercial de la Argentina, el Brasil, había devaluado su moneda en 1999. Cuando en 2002 se abandonó el régimen de convertibilidad se produjo una marcada depreciación de la moneda. Este hecho, sumado a una contracción económica extremadamente grave, provocó una variación de la balanza por cuenta corriente equivalente al 10% del PIB en 2002 y, posteriormente, una rápida aceleración del crecimiento, impulsada inicialmente por la sustitución de importaciones y un aumento de las exportaciones.

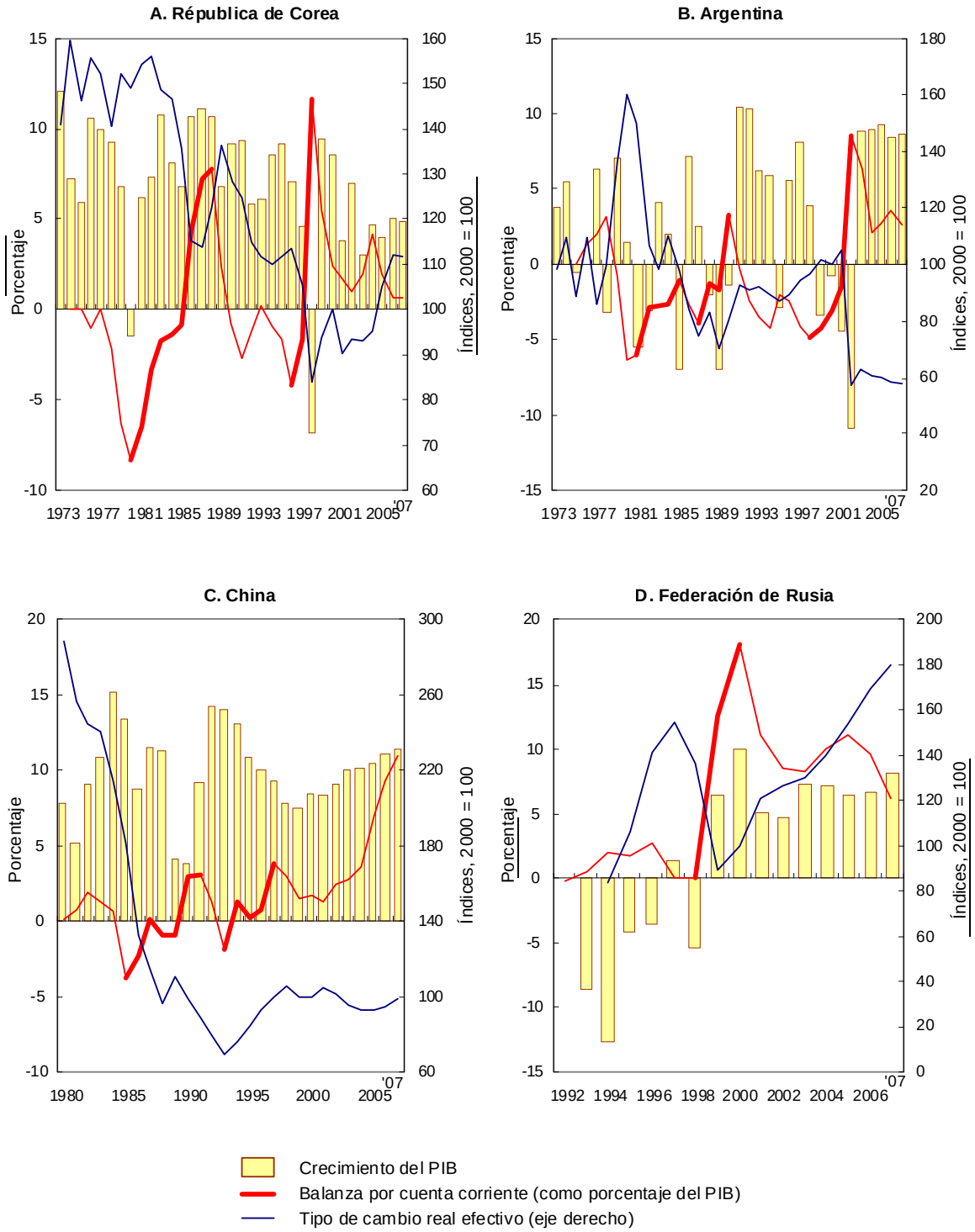
En China, la súbita expansión del superávit por cuenta corriente que se inició en 2001 se vio acompañada por una inflación moderada. El fenómeno se produjo en un marco de rápido crecimiento de la economía mundial y con un tipo de cambio que se mantenía al bajo nivel de 1993, cuando las autoridades chinas permitieron una fuerte depreciación del tipo de cambio nominal y vincularon unilateralmente el yuan con el dólar. Esta depreciación dio lugar a una inversión de la balanza por cuenta corriente, que pasó a ser positiva, pero el superávit disminuyó ligeramente tras la crisis financiera de Asia (gráfico 3.5C). Esto se debió a la fuerte depreciación de las monedas de otras economías asiáticas, cuyos productores competían con los exportadores chinos en los mercados mundiales, y las exportaciones de China se estancaron a consecuencia de la recesión en esos países.

La mejora de la situación de la cuenta corriente de la Federación de Rusia después de la crisis financiera de 1998 se debió sobre todo a la evolución favorable de la relación de intercambio y al incremento de las exportaciones de productos básicos energéticos (gráfico 3.5D). Aunque el diferencial de los tipos de interés respecto del dólar se redujo después de 1998, volvieron a surgir posibilidades de una especulación rentable debido al aumento de la inflación y de los tipos de interés nominales. La subsiguiente apreciación del rublo anuló las ventajas competitivas que aportaba a la economía rusa la depreciación monetaria relacionada con la crisis de 1998, lo que podía dificultar los intentos de Rusia por diversificar la economía de tal manera que le permitiera hacer frente a futuras bajas de los precios del petróleo o al agotamiento de las reservas.

Los cuatro casos examinados en esta sección demuestran que las mejoras de gran magnitud de la cuenta corriente suelen ir unidas a un drástico cambio positivo de la relación de intercambio o a una depreciación del tipo de cambio real. Los resultados de un ejercicio econométrico destinado a establecer los determinantes de las inversiones o inflexiones positivas de la cuenta corriente en distintos países y las condiciones en que éstas se vinculan a un mayor crecimiento del PIB, indican que esta pauta se repite en una muestra más amplia de países. Los principales resultados de este ejercicio se examinan a continuación; la metodología utilizada para definir los episodios de inversión y los resultados detallados del análisis econométrico se describen en el anexo al presente capítulo.

Gráfico 3.5

INVERSIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE, CRECIMIENTO DEL PIB Y TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO EN ALGUNOS PAÍSES



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en FMI, base de datos *Balance of Payment* e *International Financial Statistics*; J. P. Morgan, y en la *UNCTAD Handbook of Statistics*, base de datos.

Nota: Los trazos gruesos de las líneas que ilustran las balanzas por cuenta corriente indican inversiones del déficit.

2. Factores que influyen en la inversión de la balanza por cuenta corriente

Para el análisis cuantitativo se seleccionaron 268 episodios de inversión, cuyas principales características se resumen en el cuadro 3.1. Más de tres cuartas partes de los episodios se produjeron en economías en desarrollo, alrededor del 10% en economías en transición y el 15% restante en economías desarrolladas[3]. En la mayoría de los casos, el episodio se iniciaba con un déficit por cuenta corriente de aproximadamente el 10% del PIB. Duraba unos cuatro años y provocaba una inversión acumulada de la cuenta corriente que equivalía a aproximadamente el 12% del PIB. En las economías desarrolladas, el déficit inicial y la magnitud de la inversión eran de alrededor de la mitad de los registrados en las economías en desarrollo y en transición. Por lo general, durante el período en el que se producía la inversión el PIB crecía menos que en el período precedente, pero la diferencia, de 0,5 puntos porcentuales, no era de gran magnitud. En términos generales, la actividad económica solía repuntar una vez concluido el período de inversión, y en el período posterior a ésta el crecimiento del PIB era un punto porcentual más alto que durante ese lapso.

Se observó que las inversiones solían estar vinculadas a fuertes depreciaciones del tipo de cambio real y que a continuación éste mostraba una limitada apreciación. Por lo tanto, al término del episodio el tipo de cambio real era alrededor de un 20% más bajo que en el período precedente, lo que elevaba la competitividad internacional de los productores nacionales en comparación con el período anterior a la inversión. La excepción a esta pauta son las economías en transición, en las que el período durante el cual se producía la inversión se caracterizaba por una apreciación del tipo de cambio real.

En el gráfico 3.6, en el que se hace una distinción entre economías desarrolladas y economías en desarrollo, se presenta la evolución de diversas variables durante un episodio de inversión. El crecimiento del PIB descendió a un punto mínimo en el año siguiente al inicio del episodio y luego empezó a recuperarse tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo. En los dos grupos de países, las inversiones solían producirse cuando había una amplia discrepancia negativa del producto (cuando la producción real era superior al producto tendencial)[4]. En los países en desarrollo, el tipo de cambio real alcanzaba su punto máximo un período antes de la inversión y seguía depreciándose durante varios períodos después de su inicio. En cambio, en las economías desarrolladas el tipo de cambio real comenzaba a depreciarse varios períodos antes del episodio para luego estabilizarse durante la inversión. A diferencia de lo que ocurría en los países desarrollados, las inversiones de los países en desarrollo solían ir precedidas de profundos cambios positivos de la relación de intercambio. Los tipos de interés reales aumentaban bruscamente en ambos grupos antes de que se produjera la inversión, probablemente como consecuencia de los intentos fallidos de las autoridades monetarias de defender un tipo de cambio nominal. Tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo, los tipos de interés real empezaban a bajar inmediatamente después de la inversión.

En resumen, los datos demuestran que las inversiones de la balanza por cuenta corriente suelen venir precedidas de cambios drásticos positivos de la relación de intercambio y de depreciaciones reales y que la mejora posterior de la situación de la balanza permite adoptar una política monetaria más favorable a la inversión y el crecimiento, pero, además del tipo de cambio real y la relación de intercambio, hay otros factores que pueden influir en las variaciones de la balanza por cuenta corriente. Los estudios econométricos ofrecen algunas indicaciones de la importancia relativa de las variaciones de algunas otras variables, que pueden contribuir a que se produzcan inversiones de la balanza por cuenta corriente de las economías desarrolladas o en desarrollo[5].

Los principales resultados de este análisis se resumen en el gráfico 3.7 (véase información detallada en el cuadro 3.A1 del anexo al presente capítulo). En el gráfico se ilustra el efecto de una variación de "una desviación típica" de cada variable en la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente[6]. El concepto de "una desviación típica" representa una normalización de las variaciones de distintas variables, que resulta útil porque normalmente la probabilidad de que una variable cambie en más de una desviación típica en cualquier sentido no es muy alta[7].

Las inversiones de la balanza por cuenta corriente están correlacionadas con depreciaciones reales en todas las economías -desarrolladas, en desarrollo y en transición-, pero un análisis más detallado muestra también que los cambios drásticos de los tipos de cambio afectan más a las desarrolladas. Si una depreciación del tipo de cambio efectivo

Cuadro 3.1

ANÁLISIS DE LAS INVERSIONES DE LA CUENTA CORRIENTE: RESUMEN DE LAS VARIACIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO

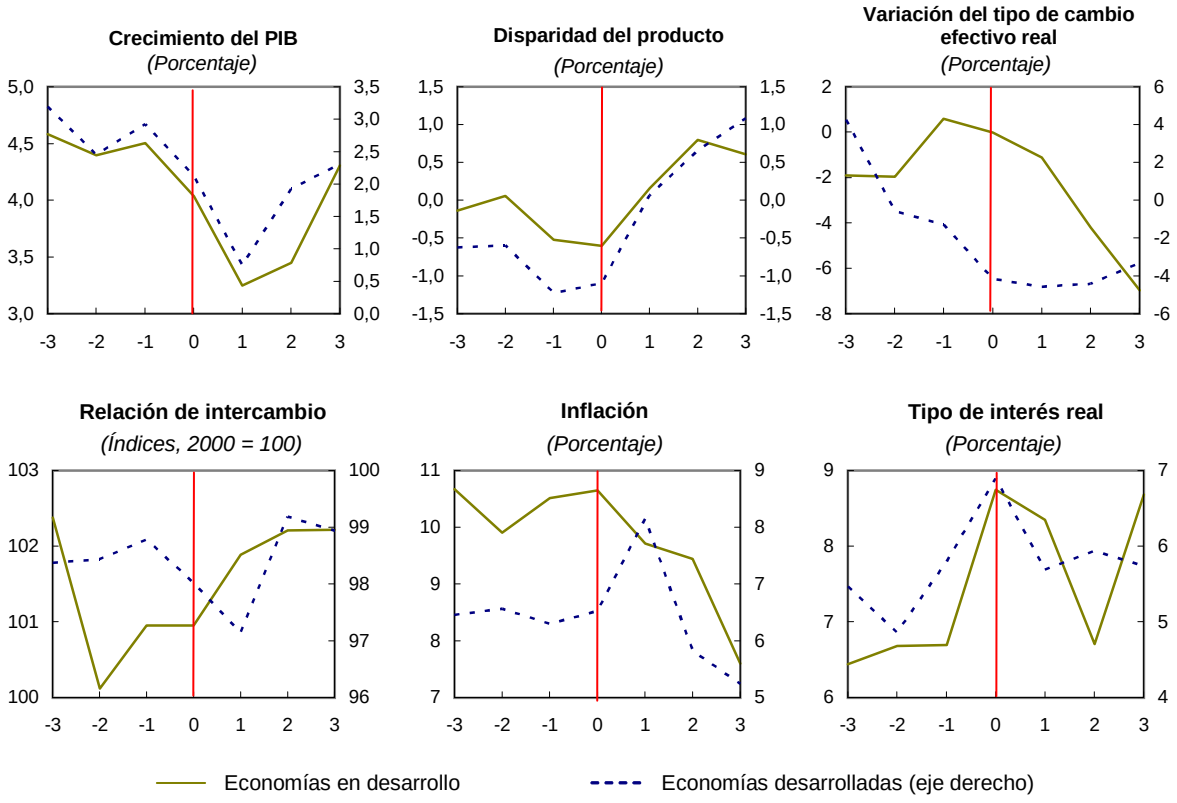
	Balanza por cuenta corriente al inicio del episodio	Inversión de la cuenta corriente	Duración	Variación del crecimiento del PIB			Variación del tipo de cambio real efectivo			Número de episodios
				(t - t-1)	(t+1- t)	(t+1- t-1)	(t - t-1)	(t+1 - t)	(t+1 - t-1)	
	(Porcentaje del PIB)		(Años)	(Puntos porcentuales)						
Todas las economías	-10,0	12,3	4,2	-0,5	1,3	0,6	-21,5	4,7	-19,4	268
Economías desarrolladas	-5,4	6,4	4,0	-0,6	1,4	0,6	-9,0	6,4	-3,3	40
Economías en transición	-12,3	14,5	4,6	7,3	4,3	10,7	-24,4	28,8	-14,0	22
Economías en desarrollo	-10,7	13,2	4,2	-1,1	1,0	-0,3	-23,6	2,7	-22,6	206
África	-13,2	14,6	4,3	-1,4	0,7	-0,9	-26,6	1,1	-26,1	97
América Latina y el Caribe	-7,7	10,6	4,1	-1,8	2,4	0,3	-18,0	8,9	-12,7	52
Asia y el Pacífico, excepto Asia occidental	-6,8	9,9	4,0	-1,2	1,4	0,3	-24,1	-3,0	-26,6	37
Asia occidental	13,0	19,6	4,9	2,3	-2,2	0,3	-25,7	4,5	-27,0	20

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos *Handbook of Statistics*; Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*; FMI, bases de datos, *Balance of Payment* e *International Financial Statistics*; J. P. Morgan, y fuentes nacionales.

Nota: Los valores del período *"t"* son el promedio de los valores registrados a lo largo de los episodios de inversión, mientras los valores de los períodos *"t-1"* y *"t+1"* son los valores medios de los tres años anteriores al inicio del episodio y los tres años posteriores a su conclusión, respectivamente.

Gráfico 3.6

PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS EN TORNO A UNA INVERSIÓN EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



Fuente: Véase el cuadro 3.1.
Nota: En el eje horizontal se indican los años anteriores y posteriores al episodio de inversión.

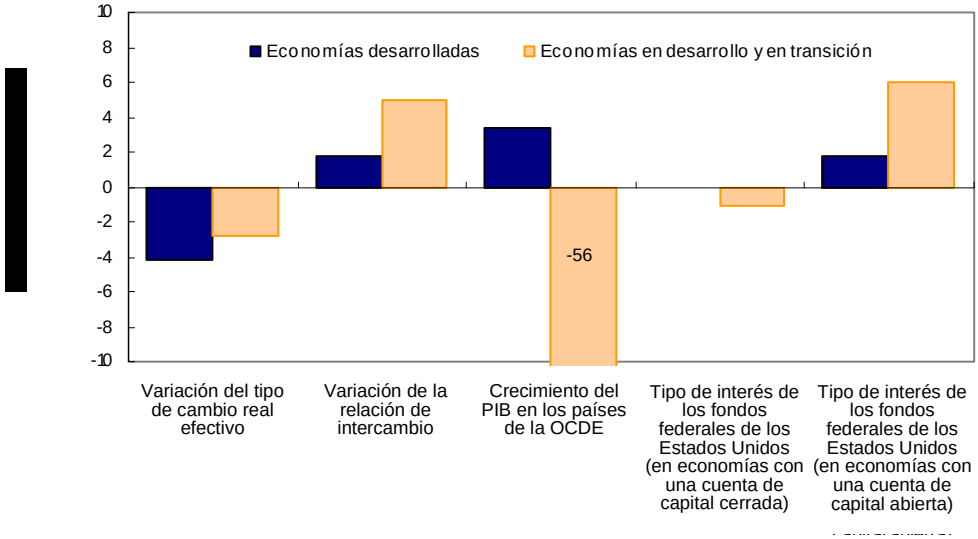
real en las economías desarrolladas aumenta en un 4,2% la probabilidad de que se produzca una inversión en la balanza por cuenta corriente, en las economías en desarrollo y en transición ese aumento sería del 2,8%[8]. La probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente debido a variaciones en la relación de intercambio es casi tres veces más alta en las economías en desarrollo y en transición que en las desarrolladas. En el caso de las primeras, una mejora de la relación de intercambio supone un aumento del 5% de la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente, mientras en el caso de las segundas el aumento es del 1,8%. Esta conclusión indica que las perturbaciones externas influyen notablemente en la cuenta corriente de los países en desarrollo.

Los análisis econométricos también confirman que las inversiones de la balanza por cuenta corriente de las economías en desarrollo y en transición tienen una correlación negativa con el crecimiento del PIB en las economías desarrolladas, lo que significa que un crecimiento más rápido de estas últimas amplía la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente en las primeras. Una disminución del crecimiento del PIB en los países de la OCDE aumenta en más de un 50% la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente en los países en desarrollo (la barra del gráfico 3.7 se interrumpe en -10%). En las economías desarrolladas se da la relación contraria pero, en este caso, el efecto es menor y el coeficiente no es significativo desde el punto de vista estadístico[9]. El gráfico también demuestra que las perturbaciones

Gráfico 3.7

DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE INVERSIÓN EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en los datos presentados en el cuadro 3.A1 del anexo.
Nota: Las barras indican el efecto de la variación de una desviación típica de la variable pertinente en caso de que se produzca una inversión del déficit por cuenta corriente.

financieras externas (medidas por los cambios de la política de tipos de interés de los Estados Unidos) no influyen prácticamente en absoluto en la probabilidad de que se produzca una inversión en la balanza por cuenta corriente en los países en desarrollo con una cuenta de capital cerrada. No obstante, pueden tener un efecto muy positivo en los países con una cuenta de capital abierta: un incremento del tipo de interés de los fondos federales aumenta en aproximadamente un 6% la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente.

En conjunto, estos resultados indican que, más que obedecer a decisiones autónomas sobre ahorro e inversión adoptadas por los agentes nacionales, las inversiones de la balanza por cuenta corriente de los países en desarrollo suelen responder a perturbaciones externas provenientes tanto de los mercados de mercancías como de los mercados financieros.

A fin de examinar las condiciones en las que un país puede pasar de un déficit a un excedente por cuenta corriente sin sufrir una grave y prolongada crisis económica, los episodios de inversión que figuran en el cuadro 3.1 se han dividido en tres grupos: expansivos, contractivos e inclasificables. Los episodios que preceden un aumento del crecimiento del PIB de al menos un punto porcentual se clasifican como expansivos, los que preceden una disminución del crecimiento del PIB de un punto porcentual se clasifican como contractivos y todos los demás episodios se definen como inclasificables. Según estos criterios se determinó que de 193 episodios 57 eran expansivos, 77 eran contractivos y 59 eran inclasificables[10].

Dentro de cada uno de estos grupos puede hacerse otra distinción entre los episodios que van acompañados de una depreciación monetaria y los que se asocian a una apreciación monetaria. En el cuadro 3.2 se observa que más del 75% de los episodios va unido a una depreciación real del tipo de cambio. Los pocos episodios unidos a una apreciación real del tipo de cambio se caracterizan por acentuados cambios positivos de la relación de intercambio, cuya magnitud duplica con creces la de los

Cuadro 3.2

VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO Y DE LA RELACIÓN DE INTERCAMBIO EN EPISODIOS DE INVERSIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, POR TIPO DE EPISODIO

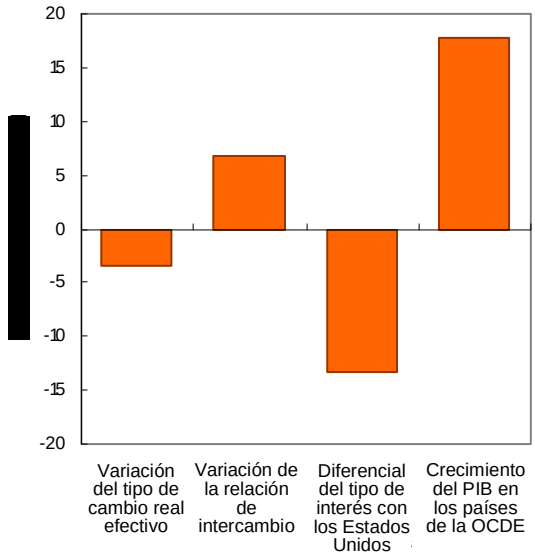
	Tipo de episodio							
	Expansivo		*Contractivo*		*Inclasificable*		*Total*	
Episodios con	*Número de episodios*	*Variación de la relación de intercambio (porcentaje)*	*Número de episodios*	*Variación de la relación de intercambio (porcentaje)*	*Número de episodios*	*Variación de la relación de intercambio (porcentaje)*	*Número de episodios*	*Variación de la relación de intercambio (porcentaje)*
Depreciación del tipo de cambio real	42	26	58	20	50	18	150	21
Apreciación del tipo de cambio real	15	120	19	10	9	33	43	53
Total	57	51	77	17	59	20	193	28

Fuente: Véase el cuadro 3.1.

Gráfico 3.8

DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE QUE SE PRODUZCA UNA INVERSIÓN EXPANSIVA DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en los datos presentados en el cuadro 3.A2 del anexo.

Nota: Las barras indican el efecto de la variación de una desviación típica de la variable pertinente en la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva del déficit por cuenta corriente.

vinculados a los episodios acompañados de una depreciación. Además, los episodios expansivos que van acompañados de una apreciación monetaria también se caracterizan por amplias variaciones positivas en la relación de intercambio[11]. Esto constituye una prueba *prima facie* de que, a menos que un país se vea afectado por un acentuado cambio positivo de la relación de intercambio, la depreciación del tipo de cambio real es una condición necesaria, pero no suficiente, de una inversión expansiva de la balanza por cuenta corriente. Si se excluye a las economías desarrolladas de este análisis, los resultados se agruparían aún más en la misma dirección.

La conclusión de que las inversiones expansivas exigen un cambio drástico positivo de la relación de intercambio de gran magnitud o una depreciación real se ve reforzada por una prueba formal que controla muchos otros factores que pueden influir en la probabilidad de que se produzca una inversión de ese tipo (gráfico 3.8)[12]. Una depreciación real aumenta en aproximadamente un 3,5% la probabilidad de una inversión expansiva, en tanto que una mejora de la relación de intercambio aumenta esa probabilidad en aproximadamente un 7%. Asimismo, una acentuación de la diferencia entre el tipo de interés nominal nacional y el de los Estados Unidos reduce en un 13% la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva. Esto indica que los tipos de interés nominales elevados tienen un importante efecto negativo en la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva. Otro factor importante es el entorno macroeconómico mundial: un aumento del crecimiento del PIB de los países de la OCDE

supone un incremento del 18% de la probabilidad de una inversión expansiva en las economías en desarrollo y en transición.

El intento de explicar los determinantes de las inversiones contractivas no arrojó resultados satisfactorios: el modelo estadístico mostraba que los únicos factores robustos de predicción son la disparidad del producto y el tipo de interés nominal (cuanto más alto sea el tipo de interés nominal mayor es la probabilidad de que la inversión sea contractiva). Algunas de las regresiones descritas en el anexo demuestran que la mayor apertura del comercio se vincula a una mayor probabilidad de que se produzca un episodio contractivo y que la mayor apertura de la cuenta de capital supone una menor probabilidad de que se produzca un episodio de ese tipo. Esos resultados permitirían concluir que las inversiones satisfactorias suelen tener muchas características en común: una depreciación del tipo de cambio real, cambios bruscos y positivos de la relación de intercambio y una política monetaria que se adapte a las circunstancias, aunque cada inversión contractiva tiene su propia explicación.

D. Capital extranjero y crecimiento

La observación de que desde principios de este siglo el capital ha estado fluyendo "contra corriente", mientras que al mismo tiempo un número creciente de países en desarrollo que son exportadores netos de capital han logrado altas tasas de crecimiento, plantea serias dudas sobre los fundamentos teóricos de las recomendaciones convencionales en cuanto a políticas económicas en los países en desarrollo.

Está generalmente aceptado que ni la dirección de las corrientes internacionales de capital ni el crecimiento de la producción en los países que exportan e importan capital encajan en las predicciones de los modelos convencionales. En cambio, no hay acuerdo sobre las razones de que ello sea así. Por una parte, hay quienes afirman que con simples extensiones del modelo convencional se pueden obtener predicciones compatibles con los datos. Por otra parte, hay quienes argumentan que los problemas con el criterio neoclásico convencional son más profundos y que debe aplicarse un modelo económico completamente diferente. En esta sección se sugieren varias razones por las que la segunda interpretación podría resultar más fundada que la primera.

1. Modelos económicos convencionales del ahorro y el desarrollo

a) El modelo de la brecha del ahorro

Habitualmente, las teorías del crecimiento económico y las explicaciones de las grandes diferencias de ingresos entre países se centran en los factores de producción o recursos naturales disponibles en los países. Se prevé que las economías con más bienes de capital y/o trabajadores más capacitados generen más renta per cápita que los países con mano de obra escasamente cualificada y escasos bienes de capital. En consecuencia, para lograr la convergencia, los países pobres necesitan más capital. Sin embargo, si se considera la creación de capital como función del nivel de renta, los países en desarrollo se enfrentan al dilema de que no disponen de suficiente capital precisamente *porque* son pobres. En otras palabras, sus ahorros son insuficientes para liberar parte del potencial nacional de producción y destinarlo a la producción de bienes de capital o la producción de exportaciones con que pudiera financiarse

la importación de esos bienes. En este marco teórico, no se prevé que una economía crezca con suficiente velocidad para iniciar un proceso de convergencia antes de haber alcanzado puntos de referencia críticos en cuanto a ahorro e inversión (véase, por ejemplo, Sachs *et al.*, 2004). La teoría tradicional de desarrollo se ha guiado por el intento de salvar esta "brecha del ahorro" con entradas de capital desde países con más renta y ahorros.

Según esa teoría, la estrategia para reducir la pobreza mundial y lograr la convergencia de los países más pobres se basa en dos componentes. En primer lugar, la dotación de factores de los países menos desarrollados puede enriquecerse si se les da acceso a los factores de producción de que carecen -suministrándoles capital extranjero privado o asistencia oficial para el desarrollo. En segundo lugar, a medida que los países desarrollados abren sus mercados a los productos de los países en desarrollo que poseen recursos naturales o mano de obra abundante pero poco capital, los países en desarrollo pueden aumentar sus ingresos de exportación y, en consecuencia, importar equipos más modernos.

La teoría de la brecha del ahorro se refiere al modelo de crecimiento convencional de los decenios de 1940 y 1950: el modelo Harrod-Domar (Harrod, 1939; y Domar, 1957). Este modelo de capital y mano de obra identifica determinados componentes necesarios del crecimiento, pero no explica las relaciones funcionales que determinan la interacción entre estos componentes. Según la mayoría de los criterios basados en esta teoría del crecimiento, la tasa de acumulación de capital viene determinada por la diferencia entre el aumento de la densidad de capital (la relación entre capital y mano de obra) y la ampliación del capital (la cantidad de ahorro per cápita necesaria para que la relación capital-mano de obra permanezca constante mientras crece la población y se deprecia el acervo de capital). Si la productividad total de los factores permanece constante, "la economía crece en términos per cápita siempre que el ahorro per cápita supere del ampliación de capital" (Sachs *et al.*, 2004: 124).

Por consiguiente, se alienta a los países con tasas de crecimiento relativamente bajas a que aumenten su ahorro en la medida suficiente para satisfacer las necesidades de ampliación del capital. Se trata de una conclusión plausible, puesto que se considera que la inversión productiva es decisiva para el crecimiento. Sin embargo, si el ahorro interno se equipara esencialmente con la inversión productiva nacional, el resultado será trivial. Es tanto como decir que las economías con una inversión que crece vigorosamente se desarrollan más rápidamente que las economías con una inversión menos dinámica. De este modo, el modelo Harrod-Domar predice aquello que da por sentado. Se necesita ahorro para el crecimiento y es mejor un coeficiente de ahorro alto que uno bajo[13].

Dada su naturaleza tautológica, este modelo no permite sacar conclusiones de gran alcance en materia de políticas. El argumento de que hay que aumentar el ahorro total con una entrada de ahorro externo para acrecentar la inversión productiva se basa en la hipótesis de que la única fuente de ahorro interno son los hogares y que los ahorros se usan invariablemente para la inversión productiva en capital fijo. Si no se mantiene alguno de estos dos supuestos, la entrada de ahorro extranjero ya no es tan importante para el fomento de la inversión productiva. En ese caso, como se señala en el capítulo IV, son de vital importancia para el crecimiento económico otras fuentes de ahorro interno, incluidos los beneficios de las empresas y los tipos de actividad en que se invierte ese ahorro. La experiencia de América Latina en los últimos 25 años del siglo pasado ha demostrado que el aumento de las entradas de capital (es decir, la disponibilidad de ahorro extranjero) no puede equipararse a un aumento de la inversión. A pesar de unas entradas netas de capital considerables las tasas de inversión permanecieron bajas y se redujo el crecimiento de la producción.

b) El modelo neoclásico

Las descripciones en libros de texto más recientes acerca del comportamiento de la economía a largo plazo se basan en el modelo de crecimiento puramente neoclásico establecido originariamente por Solow (1956) y Swan (1956). Con arreglo a este modelo, el ahorro determina la acumulación de capital (como en el modelo Harrod-Domar), pero el ahorro y la inversión no siempre guardan relación con el crecimiento económico (a diferencia del modelo Harrod-Domar). El ahorro (y la inversión) impulsan el crecimiento sólo cuando la economía no está en equilibrio, pero no influyen en él cuando la economía está en equilibrio. A largo plazo, el crecimiento viene determinado únicamente por la tecnología, que a su vez viene determinada exógenamente por variables no económicas.

En trabajos sucesivos basados en este modelo, como el modelo de Cass-Koopmans (Cass, 1965; y Koopmans, 1965) se determinó que la tasa de ahorro respondía a factores endógenos. Para ello, se modelizó el comportamiento de un individuo representativo que quiere optimizar la utilidad esperada a lo largo de la vida. Esta corriente de la bibliografía supone una capacidad de previsión y aversión al riesgo perfectas, y plantea como hipótesis que los consumidores prefieren una trayectoria de consumo estable y que, en circunstancias normales, cualquier cambio brusco transitorio de la renta se compensa con un cambio del ahorro en la misma dirección (es decir, la caída temporal de la renta provoca un descenso del ahorro y un aumento provisional de la renta hace aumentar el ahorro). Un cambio brusco y permanente de la renta tiene el efecto contrario. Si el crecimiento del PIB aumenta permanentemente, los particulares consumirán más y el aumento del crecimiento conducirá a una reducción del ahorro.

Por el contrario, si lo que causa el cambio brusco es la tasa de ahorro, por ejemplo cuando un cambio de preferencias lleva a un aumento del ahorro, aumentarán tanto la inversión como el crecimiento (como en el modelo Harrod-Domar), al menos en la transición hacia un "nuevo estado estable". Por consiguiente, el modelo predice distintas relaciones entre ahorro y crecimiento, según sea el tipo de cambio brusco y en función de si es permanente o temporal. Cuando el cambio brusco del crecimiento del PIB es temporal, la renta y el ahorro responden cambiando en la misma dirección, mientras que cuando es un cambio brusco permanente, la renta y el ahorro responden cambiando en direcciones opuestas. Cuando se produce un cambio brusco en la tasa de ahorro (como por ejemplo tras un cambio de preferencias), la renta y el ahorro responden cambiando en la misma dirección. Sin embargo, en este caso la causalidad pasa del ahorro a la renta.

Estos supuestos se basan en un modelo de economía cerrada en el que el ahorro nacional *ex post* siempre equivale a la inversión *ex post*. La situación es distinta en los modelos de economía abierta que permiten flujos libres de capital. Dado que los ahorradores pueden invertir en otros países, el modelo neoclásico de economía abierta predice que no debe haber correlación entre el ahorro interno y las decisiones de inversión.

Como señaló por primera vez Lucas (1990), conforme a la hipótesis de este modelo de que los beneficios por unidad de producto son los mismos en todos los países, el producto marginal de capital debería ser más alto en los países con un acervo de capital relativamente escaso (es decir, los países pobres), de manera que los países pobres deberían registrar entradas netas de capital. Por consiguiente, los flujos de capital relativamente pequeños que han podido observarse desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo se han denominado la "paradoja de Lucas". Esta paradoja ha motivado una gran cantidad de bibliografía que intenta explicar los factores que limitan los incentivos a la inversión en las economías en desarrollo. La bibliografía reciente intenta explicar la "paradoja de Lucas" restando importancia a la acumulación de factores para dar prioridad a la productividad total de los factores, que (en el modelo Solow-Swan) es aquella parte del aumento general de la productividad que no puede atribuirse ni a la mano de obra ni al capital. Se argumenta que si la productividad total de los factores refleja correctamente el rendimiento de las inversiones, los países con un crecimiento de la productividad más rápido invertirán más. Se argumenta también que los países con un crecimiento de la productividad más rápido tendrán tasas de ahorro más bajas porque los agentes prevén el potencial de consumo futuro, que aumenta con un mayor crecimiento de la productividad.

Dado que, por definición, la cuenta corriente equivale a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión, el modelo neoclásico predice que los países con un crecimiento de la productividad relativamente rápido tienen déficit por cuenta corriente (Gourinchas and Jeanne, 2007). Si no hay controles del capital, no debe haber una vinculación directa entre la inversión interna y las decisiones en materia de ahorro. Ello significa que el modelo neoclásico de economía abierta predice que el aumento exógeno del ahorro nacional irá acompañado de una mejora de la cuenta corriente, pero que no tendrá efecto en la inversión interna y el crecimiento.

En resumen, de manera parecida al modelo de la brecha del ahorro, el modelo neoclásico predice que en una economía cerrada hay una correlación positiva entre el ahorro (equivalente a la inversión) y el crecimiento. Pero aunque el modelo de la brecha del ahorro predice que las economías abiertas con déficit por cuenta corriente crecen más rápidamente que las de los países con superávit, en el modelo neoclásico la incidencia de las entradas de capital en el crecimiento depende de si el cambio brusco inicial afectó al ahorro o a la productividad.

c) La realidad de los hechos

El modelo neoclásico se basa en tres supuestos centrales: i) la economía puede describirse estudiando el comportamiento de un agente representativo; ii) el agente representativo es plenamente racional y maximiza la utilidad intertemporal con una perfecta capacidad de previsión; iii) la economía se encuentra en un estado de equilibrio a largo plazo caracterizado por el pleno empleo (véase también el recuadro 3.2). Si no se cumple uno de estos supuestos, el modelo ya no es aplicable y sus recomendaciones en materia de políticas quedan sin fundamento. Aunque se han puesto en tela de juicio estos supuestos, quienes propugnan este modelo han argumentado que su validez no debe juzgarse únicamente en función de los supuestos, sino también de su capacidad predictiva. Sin embargo, los datos empíricos ponen en duda la capacidad predictiva de este modelo.

Los datos empíricos indican que en los últimos 20 años ha habido una correlación positiva altamente significativa entre el ahorro y el crecimiento (gráfico 3.9). Esta observación no guarda relación con la predicción del modelo neoclásico convencional, según el cual en las economías abiertas no hay correlación entre el ahorro interno y la inversión[14]. La relación empírica entre la balanza por cuenta corriente y el crecimiento no está tan clara. Como predice el modelo, en las economías desarrolladas la relación a largo plazo entre el crecimiento y la balanza por cuenta corriente es negativa y estadísticamente significativa (gráfico 3.10A), pero en las economías en desarrollo y en transición es positiva y estadísticamente significativa, aunque menos, por lo que contradice la predicción del modelo (gráfico 3.10B)[15].

Las conclusiones empíricas de Gourinchas y Jeanne (2007) indican que existe una correlación positiva entre la balanza por cuenta corriente y el crecimiento de la productividad total de los factores, y una correlación negativa entre las entradas netas de capital y la convergencia hacia una frontera tecnológica mundial. Ambas conclusiones refutan las predicciones del modelo neoclásico y, lo que es más importante en este contexto, las conclusiones contradicen la predicción neoclásica de que los países en desarrollo con un ritmo de convergencia hacia la frontera tecnológica mundial relativamente rápido importarán más capital (es decir, tendrán un déficit por cuenta corriente relativamente grande). El estudio del crecimiento de la productividad total de los factores también permite a Gourinchas y Jeanne (2007) explicar la paradoja de Lucas (dado que la mayoría de países en desarrollo tienen un crecimiento de la productividad total de los factores inferior al de las economías avanzadas). Sin embargo, plantean otro enigma al descubrir que el capital parece dirigirse a los países en desarrollo que crecen lentamente, más que hacia aquellos que crecen rápidamente y denominan a este descubrimiento el "enigma de la asignación".

Algunos autores argumentan que basta con incluir cambios marginales al modelo neoclásico para reconciliar estas divergencias entre las predicciones del modelo y los datos empíricos. Por ejemplo, Prasad, Rajan y Subramanian (2007) interpretan que el hecho de que las entradas de capital no incidan positivamente en el crecimiento de los países en desarrollo se debe a la ineficiencia de la intermediación financiera en los sistemas financieros de esos países. Según estos autores, las deficiencias institucionales (como la escasa protección de los derechos de propiedad) limitan la capacidad de los intermediarios financieros para emplear efectivamente el capital extranjero para financiar transacciones entre iguales (*arm's length transactions*), en especial proyectos de inversión con un largo período de gestación y poca rentabilidad inicial.

Sin embargo, Prasad, Rajan y Subramanian (2007) indican también que la estrecha vinculación entre las entradas netas de capital y el comportamiento del tipo de cambio real tiene un gran efecto negativo en las industrias de exportación. De hecho, las industrias orientadas a la exportación son muy a menudo el componente más dinámico de la economía nacional y la relación negativa entre las entradas de capital y el crecimiento del PIB podría muy bien explicarse por el hecho de que las entradas de capital tienden a provocar una apreciación del tipo de cambio real o incluso una sobrevaloración.

Rodrik y Subramanian (2008) proponen otra explicación de la falta de influencia de las entradas de capital en el crecimiento positivo al distinguir entre economías limitadas por el ahorro y economías limitadas por la inversión. Proponen que el ahorro esté limitado si no pueden llevarse a cabo varios proyectos de inversión potencialmente rentables por los altos costos de capital. Las entradas de capital mitigarían la limitación del ahorro y, al reducirse los tipos de interés, estimularían la inversión y el crecimiento. En cambio, en las economías limitadas por la inversión, las entradas de capital no repercuten en

Recuadro 3.2

EL FRACASO DEL MODELO NEOCLÁSICO

Aunque la mayoría de economistas estarían de acuerdo en que los supuestos del modelo neoclásico distan mucho de la realidad, este modelo sigue siendo la base de las prescripciones en materia de política económica. Uno de los inconvenientes es que plantea las cuestiones macroeconómicas con un razonamiento microeconómico, y esto puede conducir a recomendaciones erróneas en materia de políticas. Kaldor (1983: 83) comentó lo siguiente acerca de este problema:

> "Las religiones primitivas son antropomórficas. Creen en dioses que parecen seres humanos por su aspecto físico y su carácter... [la economía antropomórfica aplica] a la economía nacional los mismos principios y normas de conducta que se han considerado adecuados para un individuo o una familia: pagarse los gastos, ajustar los gastos en función de los ingresos, no vivir por encima de los propios medios y evitar caer en deudas. Se trata de principios bien asentados de conducta prudente de un individuo, pero si se aplican como prescripciones en materia de políticas para una economía nacional conducen a absurdos.
>
> Si un individuo reduce sus gastos no estará reduciendo por ello sus ingresos. En cambio, si un gobierno reduce su programa de gasto público en relación con los tipos impositivos y gravámenes, estará reduciendo el gasto total en la economía y por consiguiente el nivel de producción e ingresos... Se trata de una política que sólo resulta adecuada en tiempos de excesiva demanda y pleno empleo."

Por muchas razones, no es correcto suponer que una economía compleja, con millones de agentes que tienen intereses divergentes, funciona de una manera propia del mundo de Robinson Crusoe. Por ejemplo, los precios sólo equilibran un mercado si oferta y demanda se determinan independientemente, y éste no es el caso de uno de los precios más importantes, el de la mano de obra. Los salarios son un factor de costos y por consiguiente influyen en la oferta de bienes y de servicios, aunque también determinan la renta del mayor segmento de la población y por tanto influyen en la demanda de bienes y de servicios. De la misma manera, un agente individual puede reducir su consumo para invertir más, pero en una economía compleja en que las decisiones de inversión y de ahorro las toman distintos actores independientemente, el aumento del ahorro (equivalente a la reducción de la demanda de artículos de consumo) no conduce automáticamente a un aumento de la inversión, sino que más bien ocurre al contrario. Keynes (1936) argumentaba que la decisión de "privarse hoy de la cena" deprime el negocio de preparar la cena esta noche sin estimular inmediatamente ningún otro negocio. A menos que las empresas dispongan de "información exacta sobre el futuro" reaccionarán a la reducción de la demanda y de los beneficios reduciendo la inversión, con lo que se reducirá la renta.

En los modelos neoclásicos, el supuesto del pleno empleo impide que un aumento de la tasa de ahorro provoque una caída de la demanda agregada. En la versión de economía cerrada de este modelo, ello trae consigo una reducción inmediata del tipo de interés, y, puesto que las empresas tienen supuestamente una perfecta capacidad de previsión y prevén un mayor crecimiento en el futuro, reaccionan aumentando la inversión. Ello implica que las empresas aumentan la inversión aun cuando aumenten los inventarios involuntarios y no se utilicen plenamente sus capacidades. En el mundo real, es difícil concebir un empresario que se comporte así. Tampoco hay ningún país en el que el tipo de interés venga determinado por la oferta de ahorro financiero (y mucho menos de ahorro real). Los tipos a corto plazo son o bien resultado de una política de un banco central -cuando la política monetaria opera sin restricciones externas- o están influidos por la especulación financiera a corto plazo.

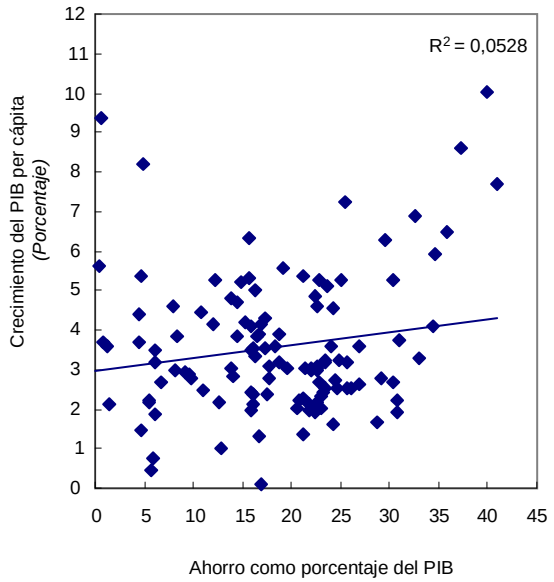
En la versión de economía abierta del modelo neoclásico, el ahorro extranjero (equivalente al déficit por cuenta corriente) cierra toda brecha entre la demanda y la oferta de ahorro nacional que pueda existir al tipo de interés real vigente o, en otras palabras, facilita recursos financieros adicionales para la inversión. Sin embargo, dado que por definición la balanza por cuenta corriente mundial es cero (aunque, por errores estadísticos, los registros pueden en la práctica arrojar un resultado distinto), se plantea la cuestión de cómo se compagina la "decisión" de un país de tener un déficit por cuenta corriente con las decisiones del resto del mundo de tener un superávit. Esta pregunta, para la que el modelo no tiene respuesta, es esencial para que las políticas macroeconómicas orientadas al crecimiento tengan éxito.

Aunque la mayor parte de economistas estarían de acuerdo en que los supuestos mencionados son dudosos, la respuesta habitual de los economistas neoclásicos es que no hay que fijarse demasiado en los supuestos. Los modelos deben juzgarse sobre la base de la precisión de sus predicciones y no de la validez de sus supuestos. La realidad que se describe en este capítulo sugiere que el modelo neoclásico es deficiente tanto por la validez de sus supuestos como por su capacidad de predicción.

Gráfico 3.9

RELACIÓN ENTRE EL AHORRO INTERNO Y EL CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA, PROMEDIO PARA 1985-2005

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos del *UNCTAD Handbook of Statistics* y Banco Mundial, *World Development Indicators*.
Nota: La muestra comprende 130 economías desarrolladas, en desarrollo y en transición.

la inversión y el crecimiento, sino que aumentan el consumo. En las economías de este tipo, las entradas de capital repercuten negativamente en el crecimiento porque llevan a una apreciación del tipo de cambio real y por tanto perjudican al sector de los productos comercializables. Sin embargo, Rodrik y Subramanian (2008) no llegan a explicar las razones subyacentes por las que la economía está sujeta a una limitación por el ahorro o por la inversión.

En resumen, un número significativo de conclusiones empíricas ponen en duda las predicciones de los modelos de crecimiento neoclásicos. Aunque tanto la estructura de estos modelos como las técnicas econométricas diseñadas para verificar la validez de sus predicciones se han seguido desarrollando a fin de conciliar las diferencias entre las conclusiones empíricas y las predicciones de los modelos, las diferencias restantes suelen interpretarse de una manera un tanto ad hoc como indicación de problemas estructurales de los países en desarrollo -tales como imperfecciones de sus mercados financieros- o fallos en cuanto a las políticas. Sin embargo, puede resultar tan plausible como lo anterior intentar explicar las conclusiones empíricas mediante un modelo alternativo. En la siguiente subsección se esboza ese modelo.

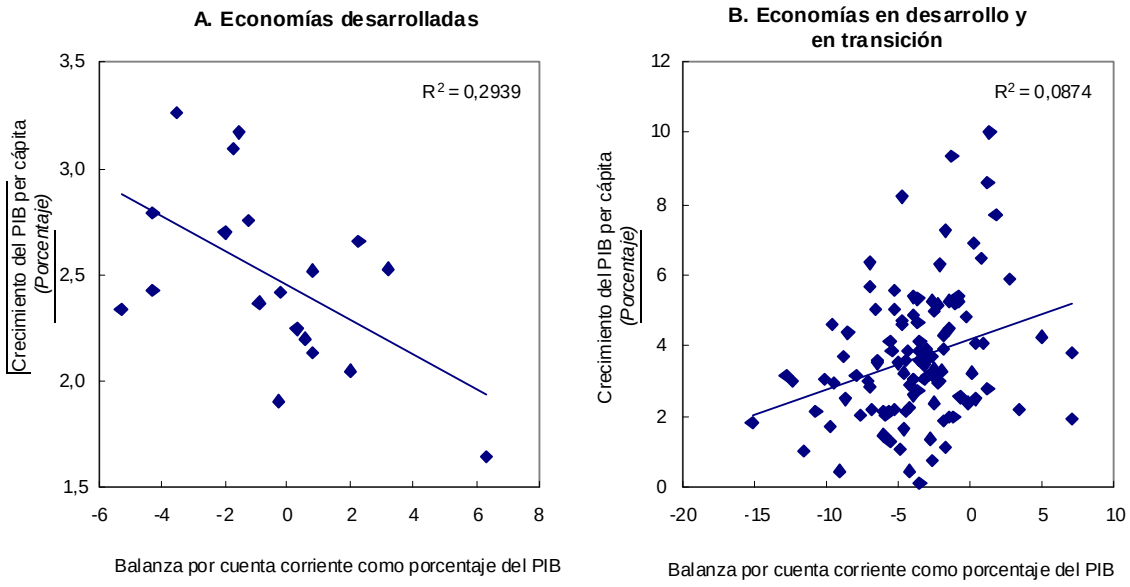
2. *Un modelo alternativo del ahorro y la inversión*

Las explicaciones sobre la relación entre ahorro e inversión basadas en los trabajos de Schumpeter y Keynes se basan en el papel que cumplen los beneficios en el ajuste del ahorro y la inversión. Estas explicaciones comparten la perspectiva de que las economías no se desarrollan siguiendo una trayectoria conocida y en cierta medida predeterminada, sino que están sujetas a cambios bruscos externos en cuanto a cantidades y precios, así como a cambios bruscos de políticas. Dado que este modelo no da por sentado una información ni una capacidad de previsión perfectas, no propone la existencia de un mecanismo que vaya a mantener o restaurar automáticamente el pleno empleo. Por consiguiente, presenta una imagen más realista de las economías en desarrollo, que a menudo se caracterizan por tener estructuras económicas débiles y escasa capacidad. En ese contexto, los beneficios son un elemento residual de la renta, a diferencia de los salarios o los alquileres, que normalmente son el resultado de contratos acordados a ciertos intervalos periódicos. Una de las consecuencias de este modelo es que si una economía no ha alcanzado aún su nivel de pleno empleo o si no se ha explotado plenamente su capacidad de crecimiento, todo aumento de la demanda agregada (ya sea nacional o extranjera) hará que aumenten el producto y los beneficios.

Otra consecuencia es que la mayor parte del ajuste a las nuevas señales de precios o a las modificaciones del comportamiento del gasto se refleja principalmente en las oscilaciones de los beneficios, que influyen en el comportamiento inversor de las empresas. Por ejemplo, la caída de la tasa de ahorro no implica una caída de la inversión (como postula el modelo neoclásico), sino que causará un aumento de los beneficios, lo que a su vez proporcionará un nuevo incentivo para la inversión y la posibilidad de

Gráfico 3.10

RELACIÓN ENTRE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y EL CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA, 1985-2005



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos del *UNCTAD Handbook of Statistics* y Banco Mundial, *World Development Indicators*.

Nota: La muestra del gráfico A comprende 19 economías desarrolladas y la muestra del gráfico B comprende 111 economías en desarrollo y en transición.

financiar esa inversión con cargo a los beneficios no distribuidos (*TDR 2006*, anexo 2 del capítulo I). La misma lógica se aplica al mejoramiento de la cuenta corriente ante los cambios de precios favorables a los productores nacionales. Gracias al aumento los beneficios nacionales debido al incremento de las exportaciones netas, habrá más inversión interna y el efecto sobre la renta del aumento de las exportaciones y de la inversión producirá más ahorro. Por consiguiente, en este modelo, el aumento del ahorro ya no es un requisito para que aumente la inversión o mejore la cuenta corriente.

Por otra parte, un déficit por cuenta corriente que surja como consecuencia de una serie de cambios bruscos negativos debido a un aumento de los precios de las importaciones, una caída de los precios de las exportaciones o una apreciación real de la moneda puede tener grandes consecuencias negativas en la producción nacional y conducir, por consiguiente, a una reducción del ahorro y de la inversión prevista. El déficit de cuenta corriente emergente equivale a una entrada neta de capital, pero esta entrada es un síntoma de un cambio brusco negativo y no va a inducir a un aumento de la inversión prevista en maquinaria y equipo. Por el contrario, es probable que la inversión prevista disminuya al reducirse los beneficios o los volúmenes de ventas[16].

Cuando se considera la "brecha de ahorros" persistente de los países en desarrollo suele confundirse entre el bajo nivel de ahorro de los hogares de esos países y el comportamiento de la cuenta corriente de la economía en su conjunto. Los países no toman decisiones en materia de ahorro, consumo, inversión y la balanza por cuenta corriente. El comportamiento de la balanza por cuenta corriente suele venir dictado por conmociones inducidas a menudo por diferencias en las distintas políticas macroeconómicas nacionales de los países que son socios comerciales, así como por grandes cambios en la posición competitiva de los productores nacionales frente al resto del mundo (por ejemplo, como resultado del desbordamiento de los tipos de cambio nominales) o por movimientos de los precios en los mercados internacionales de productos básicos.

Las conmociones más frecuentes de los países en desarrollo, con consecuencias inmediatas cuantitativamente significativas para el comercio y las balanzas por cuenta corriente, son las variaciones del tipo de cambio real y de los precios de los productos básicos. Un aumento del déficit por cuenta corriente de resultas de una apreciación real de la moneda y la pérdida concomitante de competitividad de los productores nacionales pueden financiarse temporalmente mediante la entrada neta de capitales, pero tarde o temprano requerirán algún tipo de ajuste, por lo general una depreciación real de la moneda. De hecho, la sobrevaloración ha sido el factor más frecuente y fiable para predecir las crisis financieras en los países en desarrollo en los últimos 15 años[17].

Si se entienden los desequilibrios por cuenta corriente como consecuencia de los resultados de la exportación y de la demanda de importaciones más que como una transferencia internacional del ahorro, también es posible comprender por qué los superávit por cuenta corriente y la acumulación neta de activos extranjeros pueden favorecer el crecimiento a largo plazo. El hecho de que varios países en desarrollo estén acumulando rápidamente reservas de moneda extranjera en vez de emplear estos fondos para seguir aumentando sus importaciones se debe a que procuran defender la posición competitiva ventajosa que les proporciona un tipo de cambio infravalorado, al que normalmente se ha llegado tras graves crisis financieras. Se debe también a su estrategia de evitar una dependencia de los mercados de capitales internacionales y su volatilidad. Sólo en estas circunstancias pueden las economías en desarrollo abiertas establecer sus condiciones monetarias de modo que favorezcan la inversión interna y el fomento de la capacidad productiva.

E. Consecuencias para la política económica

1. Las políticas macroeconómicas

Una de las características salientes del proceso económico es su propensión a los cambios bruscos y las fluctuaciones cíclicas. La incertidumbre, la disminución de los beneficios y la contracción de la demanda pueden reducir la actividad de los inversores y detener de golpe un proceso bien encarrilado de formación de capital y crecimiento. Por lo tanto, es de suma importancia para el crecimiento sostenido y la convergencia económica que las políticas macroeconómicas amortigüen eficazmente esos choques o cambios, permitan encontrar rápidamente una solución a las perturbaciones cíclicas y brinden a las empresas un clima estable y propicio a la inversión en capacidad productiva. Uno de los elementos cruciales es disponer de una fuente suficiente, segura y eficaz en función de los costos para financiar las inversiones.

La inestabilidad monetaria, los períodos de hiperinflación y las crisis financieras frecuentes a menudo han obligado a muchos países en desarrollo a adoptar políticas económicas que han dado como resultado exactamente lo contrario de lo que serían unas condiciones favorables para la inversión. Las "políticas macroeconómicas sólidas" en la forma prescrita en el Consenso de Washington, junto con la liberalización financiera, rara vez tuvieron como resultado una mayor inversión y un crecimiento más rápido, que era lo que se pretendía, mientras que las políticas que propugnaban otros enfoques ayudaron a las economías recientemente industrializadas de Asia oriental y sudoriental a acelerar su proceso de convergencia.

En Asia se adoptaron unas políticas monetarias flexibles y estimuladoras con unos tipos de interés oficiales bajos, una escasa intervención gubernamental en los mercados financieros, y tipos de cambio

infravalorados desde la crisis financiera de 1997 y 1998. La política fiscal se ha utilizado de manera pragmática para estimular la demanda toda vez que era necesario responder a la evolución de la situación. En el gráfico 3.11 se indica el grado de estimulación monetaria: en el Asia meridional, oriental y sudoriental, la media de los tipos de interés oficiales (en términos reales y nominales) se ha mantenido siempre por debajo de la tasa de crecimiento (en términos reales y nominales) a lo largo de los últimos 20 años, excepto durante la crisis financiera asiática (véase también el capítulo IV, recuadro 4.1). En cambio, los tipos de interés oficiales fueron considerablemente más elevados en América Latina, donde la política monetaria se centró exclusivamente en evitar la inflación, con el resultado de que los coeficientes de inversión y las tasas de crecimiento siguieron siendo bajos. Fue sólo a partir de 2003 cuando en la mayoría de los países de esa región empezaron a aplicarse unas políticas monetarias más flexibles y el crecimiento en general empezó a registrar buenos resultados.

Estos datos sugieren que para que el crecimiento del ingreso sea sostenido es necesaria una gestión económica proactiva para que la tendencia a largo plazo de la inversión prevista supere el ahorro previsto. Un clima de este tipo permite una fuerte expansión económica, aun cuando la propensión al ahorro de los hogares no se modifique. El ahorro adicional necesario para aumentar la inversión procede en última instancia del aumento de los beneficios y del ingreso total, mientras que el incremento inicial de la inversión se financia con cargo a los créditos concedidos por el sistema bancario (véase también el capítulo IV).

Del mismo modo, si el crecimiento y la inversión fija se ven constreñidos por las condiciones monetarias, en particular por el tipo de cambio, puede que muchos de los esfuerzos encaminados a la buena gestión o el fortalecimiento de las fuerzas del mercado no den los resultados esperados y que unas condiciones monetarias excesivamente restrictivas puedan resultar prohibitivas para el desarrollo. El programa del Consenso de Washington procuraba "conseguir precios correctos", pero muchos países que lo aplicaron no lograron corregir dos de los más importantes precios: el tipo de cambio y el tipo de interés. Esta circunstancia puede explicar por qué el Consenso de Washington no se aplicó en Washington: los Estados Unidos, después de coquetear brevemente con la ortodoxia monetarista a principios de los años ochenta, volvieron a la práctica de ajustar el tipo de interés y a una política monetaria sumamente acomodaticia en los dos últimos decenios.

No hay duda de que todo clima estable y propicio a la inversión en capacidad productiva exige precios estables. A los países propensos a una inflación elevada y que se dispara rápidamente les puede resultar más difícil iniciar y mantener un proceso de desarrollo y de convergencia económica que a los países con un historial de estabilidad de precios. En otras palabras, si no se dispone de un número suficiente de instrumentos de política para amortiguar efectivamente la presión inflacionista, es probable que fracasen los intentos para impulsar el desarrollo mediante una política macroeconómica expansiva, pues se disparará la inflación. Sin embargo, una política de salarios y una política de ingresos adecuadas podrían ayudar a los países a mantener la estabilidad de precios de forma que pueda emplearse la política monetaria para apoyar un proceso de desarrollo basado en la inversión sin correr el riesgo de que se acelere la inflación.

Se podría sostener que la experiencia asiática muestra la necesidad de complementar esta combinación de políticas con algún tipo de regulación de la cuenta de capital. Es cierto que los controles a las entradas de capitales han contribuido a contener las crisis, y, en cierta medida, incluso a prevenirlas. Sin embargo, el objetivo primordial de la "combinación de políticas" de esos países ha sido mantener bajos los tipos de interés nominales, por lo que no hubo grandes posibilidades de arbitraje ni incentivos para la especulación. Sólo en los casos en que esta combinación de políticas no logró atajar totalmente la especulación sobre la revaloración de la moneda, y la consiguiente desestabilización en las entradas de capital a corto plazo, resultó útil participar directamente en la limitación de esas corrientes, como, por ejemplo, en Malasia. Sin embargo, cabe señalar que ese tipo de medidas intervencionistas han sido esporádicas y no son un elemento fundamental de las estrategias de las políticas aplicadas en Asia.

2. Necesidad de la coordinación internacional de políticas

Es principalmente la especulación internacional en busca del arbitraje de interés y de ganancias derivadas de la apreciación del tipo de cambio lo que hace difícil evitar la sobrevaloración de la moneda y las crisis financieras (véase también el *TDR 2004* y *2007*).

Gráfico 3.11

TIPO DE INTERÉS REAL A CORTO PLAZO Y CRECIMIENTO DEL PIB EN ASIA Y AMÉRICA LATINA, 1986-2007

(En porcentaje)

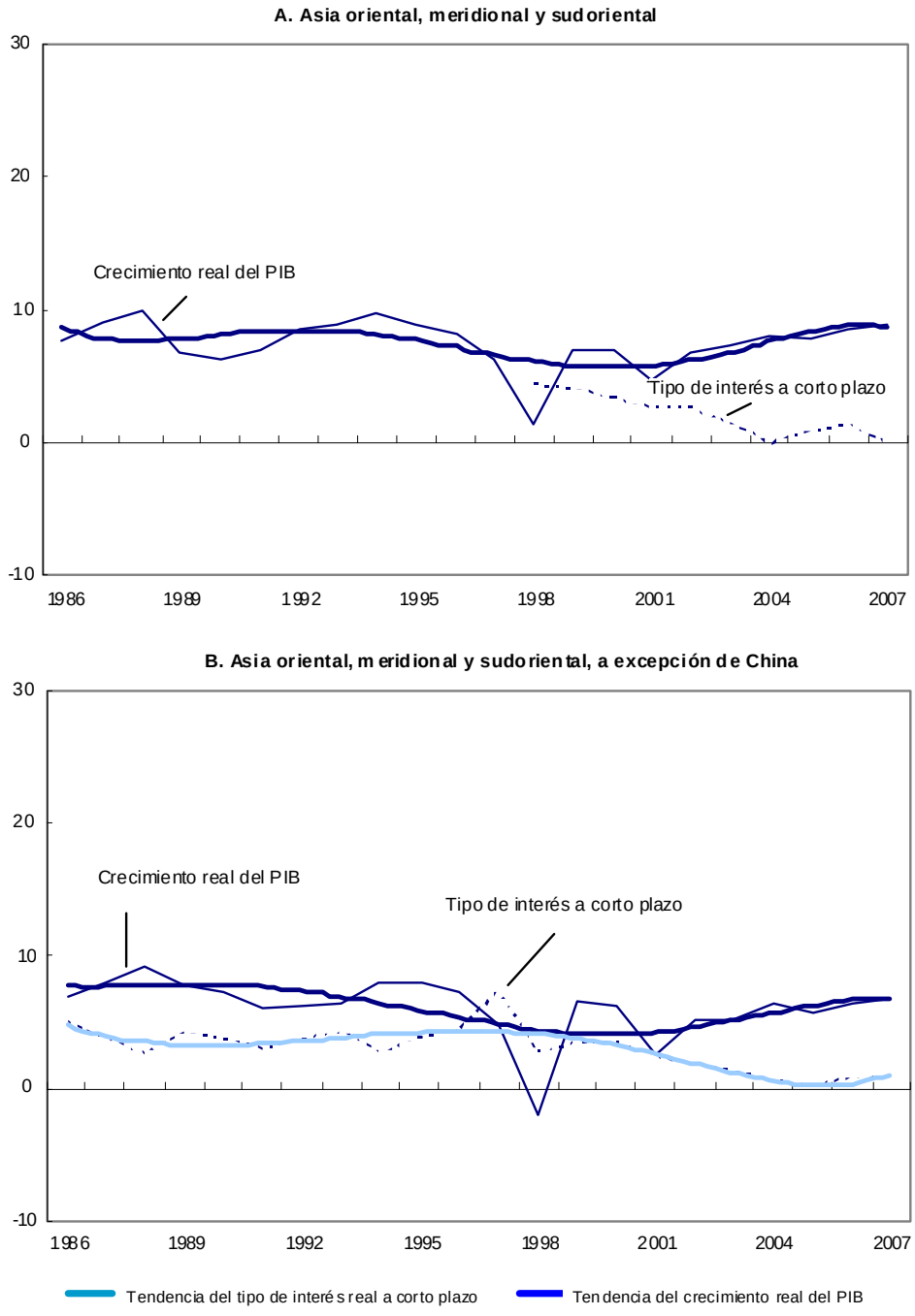
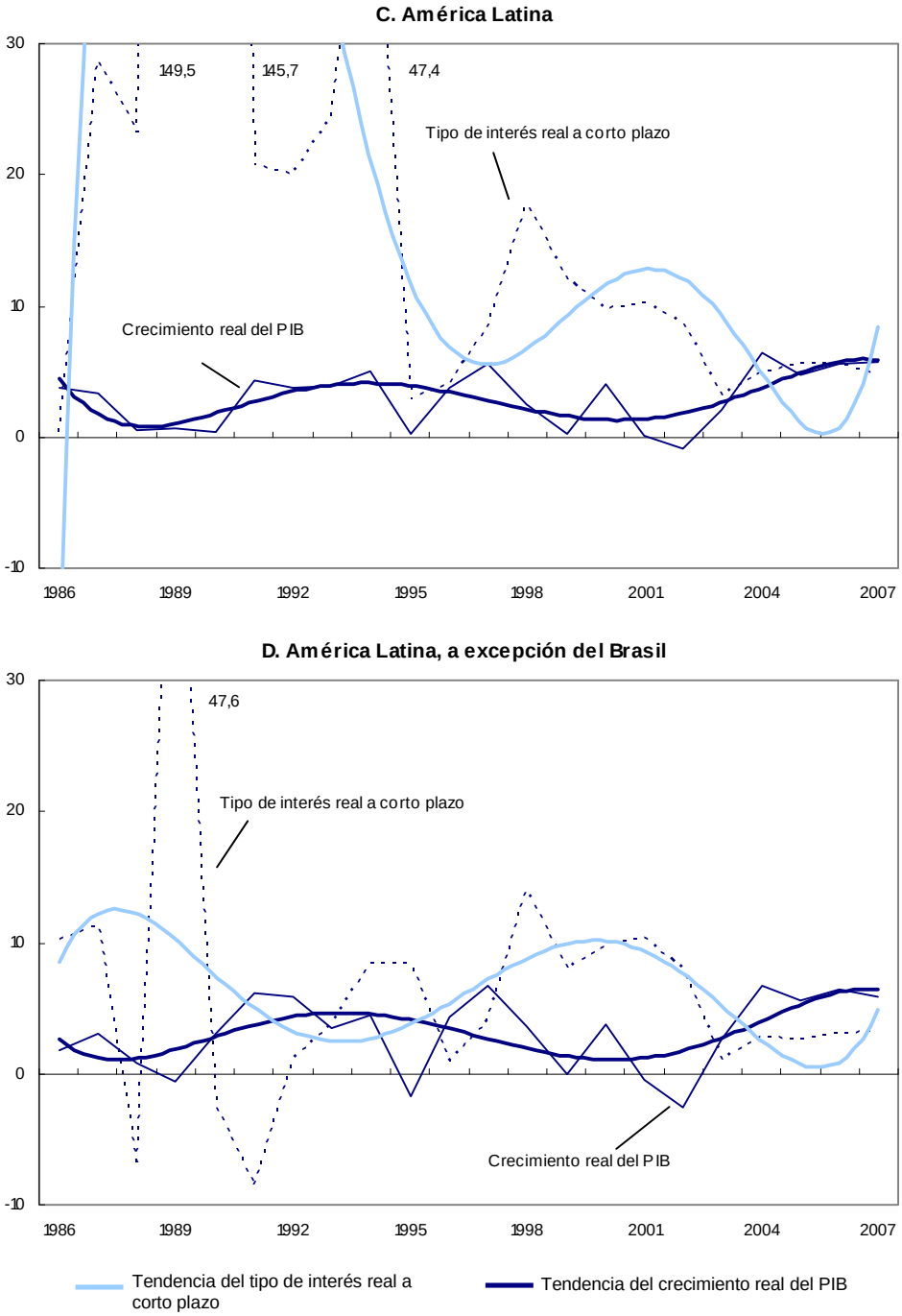


Gráfico 3.11 (conclusión)

TIPO DE INTERÉS REAL A CORTO PLAZO Y CRECIMIENTO DEL PIB EN ASIA Y AMÉRICA LATINA, 1986-2007

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en OCDE, *International Development Statistics* (IDS) en línea; FMI base de datos del *International Financial Statistics*; base de datos del *UNCTAD Handbook of Statistics*; y Thomson Datastream.

Nota: Los tipos de interés reales a corto plazo están ponderados en función del PIB. Asia oriental, meridional y sudoriental: Bangladesh, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Provincia china de Taiwán, República de Corea, Singapur y Tailandia. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

La revaluación de las monedas como resultado de las corrientes de capital especulativas socava el funcionamiento normal del mecanismo cambiario que impediría que se registrasen abultados y persistentes déficit de la balanza por cuenta corriente. Además, el costo del ajuste de una moneda sobrevalorada impulsada por las corrientes de capital especulativo puede ser sumamente alto, como quedó demostrado claramente en el caso de las crisis financieras de Asia y América Latina.

Tal vez resulte necesario estrechar la cooperación internacional en materia de política macroeconómica y política financiera para contener las corrientes de capital especulativas y atenuar sus efectos perjudiciales en la estabilidad de la economía mundial. Esa cooperación también podría ayudar a impedir que los gobiernos manipulen los tipos de cambio para mejorar la competitividad internacional de sus economías. La competitividad general de los países es un juego de suma cero. Todos los países pueden aumentar simultáneamente tanto la productividad y los salarios como el nivel del comercio para mejorar su prosperidad económica general, pero no todos pueden aumentar al mismo tiempo su cuota de mercado mundial o mejorar su balanza por cuenta corriente. A ello se suma otro problema, como también se señaló recientemente en el Informe de crecimiento de la Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo (2008: 94-96). Si bien los esfuerzos de las empresas para ganar cuotas de mercado a expensas de otras empresas son un elemento esencial de todo sistema de mercado que funcione, los esfuerzos de los países para alcanzar un grado similar de desarrollo a expensas de otros constituyen un tipo de competencia distinta y mucho más problemática[18].

Un marco de normas internacionales que rijan las relaciones monetarias y financieras internacionales similares a las que rigen el uso de las medidas de política comercial en los acuerdos de la Organización Mundial del Comercio (OMC) podría dar una mayor coherencia al sistema mundial de gestión económica. El Secretario General de la UNCTAD ha sugerido la adopción de un código de conducta para prevenir la manipulación de los tipos de cambio, las tarifas salariales, los impuestos o las subvenciones en la competencia por mayores cuotas de mercado, y para impedir que los mercados financieros lleven la competitividad de los países por un rumbo equivocado (UNCTAD, 2008). La adopción de un código de conducta de esa índole insuflaría un nuevo espíritu de multilateralismo al sistema mundial de gestión económica y permitiría lograr un equilibrio entre las posibles ventajas para un país resultantes del ajuste del tipo de cambio real y los posibles inconvenientes para otros países que se verían afectados por ese ajuste. Así, por ejemplo, todo cambio importante en el tipo de cambio nominal debería estar sujeto a una supervisión y unas negociaciones multilaterales. La aplicación de esas normas permitiría evitar que todas las partes comerciales registren pérdidas o aumentos generales injustificados de competitividad y que los países en desarrollo dejen de caer sistemáticamente en la trampa de una moneda sobrevalorada, que en el pasado ha sido uno de los mayores obstáculos para la prosperidad. ■

Notas

1 Véase un análisis anterior del tema en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2006*, cap. I, sec. D.

2 También se ha observado que las economías en desarrollo en proceso de rápido crecimiento suelen tener un déficit inferior al de las economías en desarrollo que crecen lentamente (Prasad, Rajan and Subramanian, 2007).

3 La muestra está constituida por 22 países desarrollados, 20 economías en transición y 91 países en desarrollo; las frecuencias relativas son de 0,55, 0,90 y 0,44, respectivamente.

4 En las economías en transición la relación era distinta: el crecimiento alcanzaba un punto máximo antes de los episodios y las inversiones tendían

a producirse cuando el producto superaba su nivel de tendencia.

5 Este análisis estadístico permite aislar el efecto de una única variable bajo el supuesto de que las demás variables incluidas en el experimento permanecen constantes.

6 Por ejemplo, la afirmación presentada en el siguiente análisis de que "una depreciación real aumenta en un 4,2% la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente" significa que "una depreciación real equivalente a una variación de una desviación típica de la evolución del tipo de cambio real aumenta en un 4,2% la probabilidad de que se produzca una inversión de la balanza por cuenta corriente".

7 Si la variable pertinente tiene una distribución normal (distribución de Gauss), la probabilidad es de aproximadamente el 30%.

8 Además, en el anexo se indica que el tipo de cambio real es significativo desde el punto de vista estadístico en las regresiones centradas en los países desarrollados, pero sólo es ligeramente significativo en las regresiones centradas en las economías en desarrollo y en transición.

9 Asimismo, por tomar en consideración el crecimiento de la OCDE en la categoría de países desarrollados, la regresión puede producir un sesgo de endogeneidad.

10 No se dispuso de datos suficientes para calcular el crecimiento del PIB antes y después del episodio con respecto a 75 de los episodios presentados en el cuadro 3.1.

11 Asimismo, en la categoría de inversiones inclasificables, la variación de la relación de intercambio en los episodios que van acompañados de una apreciación real es casi el doble que en el caso de los episodios acompañados de una depreciación real.

12 Al igual que el anterior, el análisis que se presenta a continuación se basa en una variación de una desviación típica de la variable pertinente.

13 Tradicionalmente, la inversión general se define como el ahorro interno más el ahorro extranjero. Se trata de una terminología muy cuestionable, puesto que el ahorro extranjero no es sino la contraparte del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, el poder adquisitivo que se transfiere por el flujo neto de capital puede emplearse también para el consumo; no hay mecanismo que garantice el uso de las entradas de capital para la inversión.

14 Así lo subrayaron por primera vez Feldstein y Horioka (1983), quienes interpretaron que su resultado indicaba una movilidad de capitales baja -o restringida- incluso entre los países industrializados. De otro modo, el capital "buscaría las oportunidades de inversión más productivas en todo el mundo" (Obstfeld and Rogoff, 1996: 162).

15 La cifra relativa a las economías avanzadas no incluye ni Irlanda ni Luxemburgo, que son dos grandes casos atípicos. Si se incluye estos países, la relación se mantiene positiva pero deja de ser estadísticamente significativa (sólo es positiva y estadísticamente significativa si se excluye únicamente a Luxemburgo). Aunque en el gráfico 3.10A se presenta una correlación simple, que no tiene en cuenta otros factores que también pueden afectar al crecimiento del PIB y la balanza por cuenta corriente, Prasad, Rajan y Subramanian (2007) indican que estos resultados son firmes cuando se tienen en cuenta las variables determinantes normales del crecimiento del PIB, como la inversión.

16 El mismo razonamiento se aplica al supuesto en que un superávit por cuenta corriente se deba a un cambio brusco positivo en las exportaciones que traiga consigo un aumento de los beneficios en el sector de productos comercializables y efectos secundarios positivos del producto agregado y la inversión.

17 Este razonamiento también es pertinente en el contexto de las políticas relacionadas con la deuda externa y su amortización. La amortización neta de la deuda externa siempre exige un cambio de la cuenta corriente. Este cambio puede originarse en un diferencial de crecimiento entre los países deudor y acreedor (con una caída relativa de la renta real del país deudor) o un mejoramiento de la competitividad de los productores del país deudor que lleva a desplazar el gasto en productos extranjeros a los productos nacionales. Sin embargo, ello implica una pérdida de competitividad y de cuotas de mercado de los productores de los países acreedores. Si los gobiernos de los países acreedores no aceptan esta pérdida de competitividad de sus productores e influyen, por consiguiente, en el tipo de cambio, será inevitable la insolvencia del deudor. En otras palabras, una economía acreedora no puede mantener su posición exportadora y esperar la amortización de la deuda. Los análisis habituales de los flujos netos de capital entre países y de la deuda externa de los países no suelen tener en cuenta esta paradoja.

18 Esta generalización no se refiere a los esfuerzos de los países en desarrollo para converger económicamente con las economías desarrolladas y mejorar su situación en el mundo. Por el contrario, describe la competencia de los países con un grado similar de desarrollo y la pérdida permanente de las cuotas de mercado que normalmente no se produciría como resultado del proceso de convergencia económica de los países en desarrollo.

Bibliografía

Bernanke B (2005). The global saving glut and the United States current account deficit. Remarks at the Sandrige Lecture, Virginia Association of Economics. Richmond, Virginia, 14 April. Available at: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.

Cass D (1965). Optimum growth in an aggregate model of capital accumulation. Review of Economic Studies, 32: 233-240, July.

Chinn M and Ito H (2007). A new measure of financial openness. Mimeo. Madison, University of Wisconsin.

Commission on Growth and Development (2008). The growth report: Strategies for sustained growth and inclusive development. Washington, DC, World Bank.

Domar ED (1957). Essays in the theory of economic growth. New York, Oxford University Press.

Eichengreen B (2007). The real exchange rate and economic growth. Berkeley, University of California. Mimeo. July.

Feldstein M and Horioka CY (1983). Domestic saving and international capital flows. Economic Journal, 90: 314-329.

Flassbeck H (2001). The exchange rate: Economic policy tool or market price? UNCTAD Discussion Paper No. 157. Geneva, UNCTAD.

Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. New York, United Nations Department of Economic and Social Affairs. Working Paper No. 19, February.

Gourinchas PO and Jeanne O (2007). Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. NBER Working Paper No. 13602, November.

Harrod RF (1939). An essay in dynamic theory. Economic Journal, 49: 14-33.

IMF (2007). Exchange rates and adjustment of external imbalances. World Economic Outlook, April.

Kaldor N (1983). The economic consequences of Mrs. Thatcher. London, Gerald Duckworth & Co. Ltd.

Kaufmann D, Kraay A and Mastruzzi M (2007). Governance matters VI: Aggregate and individual governance indicators, 1996-2006. World Bank, Policy Research Working Paper Series 4280.

Keynes JM (1936). General theory of employment, interest and money. London, Macmillan, Cambridge University Press, for Royal Economic Society.

Koopmans TC (1965). On the concept of optimal economic growth. In: The Economic Approach to Development Planning. Amsterdam, North-Holland.

Levy Yeyati E and Sturzenegger F (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. European Economic Review, 49: 1603–1635, August.

López de Silanes F et al. (2004). The regulation of labor. Quarterly Journal of Economics, 119(4): 1339-1382. Available at: http://works.bepress.com/florencio_lopez_de_silanes/3.

Lucas RE Jr. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? American Economic Review, 80(2): 92-96. Papers and proceedings of the hundred and second annual meeting of the American Economic Association, May.

Obstfeld M and Rogoff K (1996). Foundations of international macroeconomics. Cambridge, MA, MIT Press.

Prasad E, Rajan R and Subramanian A (2007). Foreign capital and economic growth. NBER Working Paper 13619.

Rodrik D (2007). The real exchange rate and economic growth: Theory and evidence. Mimeo. Kennedy School of Government. Harvard University, Cambridge, MA, August.

Rodrik D and Subramanian A (2008). Why did financial globalization disappoint? Mimeo. March.

Sachs JD et al. (2004). Ending Africa's Poverty Trap. Brookings Papers on Economic Activity, Issue 1.

Solow R (1956). A Contribution to the theory of economic growth. Quarterly Journal of Economics, 70(1): 65-94.

Swan T (1956). Economic growth and capital accumulation. Economic Record, 32(2): 334-61.

UNCTAD (2008). Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XII: Globalization for development: Opportunities and challenges, document TD/413. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (various issues). Trade and Development.

Anexo del capítulo III

ANÁLISIS ECONOMÉTRICO DE LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EXPANSIVA Y CONTRACTIVA DE LA CUENTA CORRIENTE

La secretaría de la UNCTAD realizó un análisis comparativo de los factores determinantes de la inversión o cambio de signo de la cuenta corriente en distintos países y de las condiciones en que ésta se relaciona con un aumento del PIB, con el propósito de comprender mejor la relativa influencia que ejercen distintos factores, en particular las variaciones del tipo de cambio real y la relación de intercambio, en un cambio positivo de la cuenta corriente. En el presente anexo se describe la metodología utilizada para definir los episodios de inversión y se presentan en detalle los resultados de los análisis econométricos.

1. Identificación de los episodios de inversión

Para definir la inversión de la cuenta corriente se utiliza un enfoque similar al empleado por el Fondo Monetario Internacional (IMF, 2007). Se considera que un episodio se inicia (tiempo 0) cuando la cuenta corriente muestra una mejora de por lo menos 0,5 puntos porcentuales del PIB en un período de tres años y se considera que concluye (tiempo T) cuando por lo menos el 50% de la inflexión inicial se anula y la cuenta corriente se mantiene por debajo del nivel registrado en T por un plazo mínimo de tres años. En el ejercicio sólo se toman en consideración episodios de gran alcance y persistentes. Por lo tanto, se excluyeron de la muestra todos los episodios de ajuste acumulativo de la balanza por cuenta corriente inferior al 2,5% del PIB y todos los episodios de deterioro de dicha balanza a un nivel inferior al registrado en su inicio en un plazo de cinco años contados a partir de entonces. Los episodios de más de ocho años de duración se truncaron y suspendieron, para lo cual se recurrió al mayor excedente por cuenta corriente (o el menor déficit) entre el quinto y el octavo año. Los episodios se seleccionaron a partir de casos registrados en 133 países (22 desarrollados, 91 en desarrollo y 20 economías en transición) en el período 1975-2006.

2. Análisis econométricos de los determinantes de las inversiones de la cuenta corriente

Las estimaciones del modelo Probit utilizadas con el fin de evaluar la relación multivariada entre la probabilidad de que se produzca una inversión y el comportamiento de varias variables macroeconómicas se presentan en el cuadro 3.A1. La variable dependiente tiene un valor de 1 en el primer y el segundo año del episodio y de 0 en períodos en que no se producen mayores variaciones. En la muestra no se tomaron en consideración los períodos de turbulencia no registrados en los años primero o segundo[1].

Las variables explicativas comprenden lo siguiente:

- Balanza por cuenta corriente como proporción del PIB (CAB);
- Variación del tipo de cambio efectivo real (DREER);
- Crecimiento del PIB (GDPGR);
- Disparidad del producto (OUTPUTGAP);
- Variación de la relación de intercambio (DTOT);
- Expansión del crédito (CRGR);
- Logaritmo de la inflación (In(INF));
- Apertura comercial (OPEN);
- Logaritmo del PIB per cápita (In(GDP_PC));
- Promedio del crecimiento del PIB en las economías de la OCDE (OECDGR);
- Tasa de los fondos federales de los Estados Unidos (US FF RATE);
- Variable ficticia con un valor de 1 en los países con cuenta de capital abierta (KA OPEN);
- Interacción entre KA OPEN y US FF RATE (KA OPEN*US FF RATE);
- Variable ficticia con un valor de 1 en países con tipo de cambio fijo (FIX XRATE);
- Variable ficticia con un valor de 1 en países con tipo de cambio intermedio (INTER XRATE)[2].

En vista de que el US FF RATE no varía entre un país y otro, sino a lo largo del tiempo, los errores estándares se agruparon por año. Las estimaciones puntuales no pueden interpretarse como demostración de una relación causal que vincule las variables explicativas y la probabilidad de que se produzca un episodio de inversión, pero el resultado puede aclarar las correlaciones que se hacen presentes en un episodio de inversión.

En el cuadro 3.A1 se observa que, de acuerdo con lo previsto, las inversiones suelen producirse cuando una economía tiene un déficit por cuenta corriente acompañado de una depreciación del tipo de cambio real[3]. Un corolario de esta conclusión es que los países con tipo de cambio flotante tienen menos probabilidades que los países con un tipo de cambio fijo de mejorar la situación de la cuenta corriente. De hecho, el análisis estadístico demuestra que la variable ficticia FIX XRATE es negativa y estadísticamente significativa. El modelo de regresión también confirma las conclusiones del análisis presentado en el gráfico 3.6 y permite deducir que las inversiones suelen producirse en períodos de escaso crecimiento del PIB y en los que el producto se encuentra por debajo de la capacidad, en tanto que la inflación no actúa como un factor importante. En los países desarrollados la apertura comercial tiene un coeficiente positivo (aunque no estadísticamente significativo en todos los casos), mientras en los países en desarrollo y las economías en transición tiene un efecto negativo. El signo positivo del PIB per cápita indica que las inversiones son más comunes en los países en desarrollo de ingreso mediano que en los de bajos ingresos. En cuanto a los

Cuadro 3.A1

DETERMINANTES DE LAS INVERSIONES DE LA CUENTA CORRIENTE

	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
CAB	-1,198 (7,94)***	-1,260 (8,12)***	-0,745 (3,39)***	-0,611 (3,23)***	-1,388 (7,72)***	-1,474 (7,79)***
DREER	-0,093 (1,96)*	-0,086 (1,57)	-0,197 (2,56)**	-0,126 (2,20)**	-0,090 (1,56)	-0,086 (1,32)
GDPGR	-0,510 (2,19)**	-0,692 (3,24)***	-1,063 (3,85)***	-1,033 (3,53)***	-0,559 (2,10)**	-0,731 (3,10)***
OUTPUTGAP	-0,835 (4,19)***	-0,970 (4,73)***	-0,402 (1,16)	-0,370 (1,24)	-0,799 (3,65)***	-0,960 (3,88)***
DTOT	0,097 (1,98)**	0,110 (2,29)**	0,063 (0,86)	0,052 (0,91)	0,126 (2,08)**	0,142 (2,37)**
CRGR	0,055 (1,69)*	0,043 (1,17)	-0,060 (2,65)***	-0,052 (2,96)***	0,054 (1,55)	0,044 (1,10)
ln(INF)	0,009 (1,16)	0,008 (0,97)	0,002 (0,22)	-0,001 (0,15)	0,001 (0,08)	0,001 (0,11)
OPEN	-0,008 (0,35)	0,011 (0,44)	0,029 (1,12)	0,053 (3,18)***	-0,054 (1,90)*	-0,037 (1,14)
ln(GDP_PC)	0,021 (3,01)***	0,018 (2,58)***	0,014 (0,55)	0,014 (0,80)	0,053 (4,80)***	0,046 (4,11)***
OECDGR	-0,591 (2,59)***	-0,530 (2,65)***	0,019 (0,22)	0,040 (0,56)	-0,684 (2,34)**	-0,658 (2,55)**
US FF RATE	-0,005 (1,67)*	-0,003 (1,08)	-0,001 (0,22)	-0,001 (0,45)	-0,004 (1,14)	-0,003 (0,82)
KA OPEN*US FF RATE	0,015 (3,04)***	0,014 (3,55)***	0,006 (1,93)*	0,006 (2,58)***	0,020 (2,49)**	0,020 (2,57)**
KA OPEN	-0,127 (4,35)***	-0,115 (4,38)***	-0,125 (1,77)*	-0,196 (2,25)**	-0,123 (3,21)***	-0,113 (3,20)***
FIX XRATE		-0,056 (2,42)**		-0,041 (2,68)***		-0,053* (1,74)
INTER XRATE		-0,026 (1,43)		-0,019 (1,40)		-0,027 (1,10)
Número de observaciones	1.382	1.285	365	342	1.017	943
Grupo	Todos los países		Países desarrollados		Países en desarrollo y con economías en transición	

Nota: Véanse las definiciones de las variables y las fuentes en la nota incluida al final del anexo. Estimaciones con el modelo Probit con errores estándares agrupados por año. La variable dependiente es una variable ficticia que presenta un valor de 1 en los dos primeros años del episodio y un valor de 0 en períodos sin cambios bruscos. Los períodos de cambios bruscos que no se producen en los primeros dos años del episodio no se incluyen en la muestra. Las variables explicativas son promedios de los tres años anteriores al inicio del episodio. Los datos estadísticos robustos (z) se presentan entre paréntesis.

* Significativo al 10%.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

factores externos, hay muchos elementos que demuestran la existencia de una relación negativa entre la probabilidad de una inversión de la cuenta corriente en los países en desarrollo y el crecimiento del PIB en los países desarrollados. La evolución de la tasa de interés de los Estados Unidos es muy importante en países con una cuenta de capital abierta, pero no influye en la probabilidad de que se produzca una inversión en los países en desarrollo que tienen una cuenta de capital cerrada.

3. Distinción entre episodios de expansión y contracción

El ejercicio econométrico que se presenta a continuación se centra en las condiciones en que una economía puede pasar de un déficit a un excedente por cuenta corriente sin sufrir una crisis prolongada. El primer paso del análisis consistió en clasificar los episodios de inversión analizados en el primer ejercicio en dos categorías: expansivos y contractivos. Los primeros son todos aquellos que van seguidos de un aumento del crecimiento del PIB por lo menos de un punto porcentual. En cambio, los episodios contractivos van seguidos de una disminución de un punto porcentual del crecimiento del PIB. Todos los demás episodios se definen como "neutros".

La hipótesis según la cual una inversión expansiva supone un importante cambio positivo de la relación de intercambio o una depreciación real se ve confirmada por la prueba formal que controla todos los demás factores que podrían influir en la probabilidad de que se produzca una inversión de esa naturaleza. En el cuadro 3.A2 se presentan los resultados de un análisis multivariado de los factores determinantes de una inversión expansiva. En este caso, cada observación corresponde a un episodio y la variable dependiente tiene un valor de 1 en los casos de expansión y de 0 si se trata de un episodio neutro o contractivo. Al igual que en el cuadro 3.A1, las regresiones controlan lo siguiente:

- La balanza por cuenta corriente como proporción del PIB (CAB);
- La variación del tipo de cambio efectivo real (DREER);
- La disparidad del producto (OUTPUTGAP);
- La variación de la relación de intercambio (DTOT);
- El logaritmo de la inflación (In(INF));
- La apertura comercial (OPEN);
- El logaritmo del PIB per cápita (IN(GDP_PC);
- El promedio del crecimiento del PIB en las economías de la OCDE (OECDGR); y
- La apertura de la cuenta de capital (KA OPEN).

En el ejercicio también se controla lo siguiente:

- La diferencia entre la tasa de interés del país y de los Estados Unidos (DIR-FFR) como expresión del grado de adaptación de la política monetaria en comparación con la de los Estados Unidos;
- La calidad de las instituciones (INSTQUAL), calculada como promedio de los seis índices reunidos por Kaufmann, Kraay y Mastruzzi, 2007)[4]; y
- El índice de la rigidez del mercado laboral (LMR).

Como se prevé, las regresiones indican que la variable relativa a la disparidad del producto es positiva y muy significativa, lo que revela que los países que atraviesan una profunda crisis tienen más probabilidad de repuntar y presentar un mayor crecimiento sostenido después de la inversión. Además, los datos indican que la existencia de un tipo de cambio competitivo y de una variación positiva de la relación de intercambio son predictores robustos de

Cuadro 3.A2

DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EXPANSIVA DE LA CUENTA CORRIENTE

	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
DREER	-0,449 (2,08)**	-0,583 (2,41)**	-0,534 (2,40)**	-0,557 (2,60)***	-0,704 (3,08)***	-0,651 (2,86)***
DTOT	0,131 (2,15)**	0,116 (1,83)*	0,135 (2,34)**	0,103 (1,59)	0,081 (1,09)	0,111 (1,70)*
OUTPUTGAP	6,228 (4,58)***	5,533 (4,28)***	6,050 (4,46)***	6,125 (4,44)***	4,915 (4,13)***	5,847 (4,39)***
DIR-FFR	-0,032 (1,81)*	-0,042 (1,83)*	-0,047 (2,01)**	-0,043 (2,27)**	-0,053 (2,51)**	-0,057 (2,53)**
ln(INF)	-0,041 (0,16)	-0,186 (0,66)	-0,062 (0,24)	-0,180 (0,76)	-0,422 (1,70)*	-0,222 (0,92)
CAB	0,011 (1,59)	0,012 (1,69)*	0,012 (1,64)	0,013 (1,75)*	0,011 (1,59)	0,012 (1,60)
KA OPEN	0,112 (0,86)	0,193 (1,30)	0,248 (1,62)	0,309 (1,98)**	0,412 (2,33)**	0,418 (2,36)**
OECDGR	5,530 (3,83)***	5,756 (3,42)***	5,462 (3,22)***	6,042 (4,55)***	6,275 (4,35)***	5,932 (3,92)***
ln(GDP_PC)				0,081 (1,55)	0,081 (1,53)	0,097 (1,77)*
OPEN				-0,033 (0,42)	-0,166 (1,62)	-0,105 (1,07)
INSTQUAL				-0,208 (2,30)**	-0,246 (2,26)**	-0,232 (2,08)**
LMR				0,003 (1,44)	0,002 (0,68)	0,002 (0,99)
Número de observaciones	155	129	135	152	126	132
Grupo	Todos	En desarrollo	En desarrollo y en transición	Todos	En desarrollo	En desarrollo y en transición

Nota: Véanse las definiciones de las variables y las fuentes en la nota incluida al final del anexo. Estimaciones con el modelo Probit con errores estándares robustos. La variable dependiente es una variable ficticia que presenta un valor de 1 el primer año de una inversión caracterizada por la posterior expansión sostenida del PIB y un valor de 0 en todos los demás episodios. DREER y DOT se refieren a las variaciones del tipo de cambio real efectivo y de la relación de intercambio, respectivamente, entre el episodio y la situación existente tres años antes; las demás variables son el promedio de todo el período de duración del episodio.

* Significativo al 10%.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

una inversión expansiva y lo mismo ocurre con la política cambiaria flexible, que tiene un efecto directo y un efecto indirecto intermediados por un tipo de cambio real competitivo. Los datos demuestran que en los países que aplican una política de altas tasas de interés es menos probable que se produzca una inversión expansiva. La inflación, la magnitud del déficit por cuenta corriente al comienzo de la inversión, la existencia de controles del capital, la apertura comercial, el PIB per cápita y el índice de rigidez del mercado laboral no tienen una correlación significativa con la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva. Otra de las conclusiones indica que las economías con "buenas instituciones" de

Cuadro 3.A3

DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN CONTRACTIVA DE LA CUENTA CORRIENTE

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DREER	0,048 (0,23)	0,073 (0,31)	0,082 (0,38)	0,058 (0,28)	0,118 (0,48)	0,120 (0,53)
DTOT	-0,099 (1,04)	-0,076 (0,80)	-0,085 (0,94)	-0,090 (1,01)	-0,068 (0,73)	-0,079 (0,94)
OUTPUTGAP	-7,326 (4,86)***	-7,331 (4,68)***	-7,390 (4,75)***	-7,390 (5,02)***	-7,558 (4,89)***	-7,565 (4,93)***
DIR-FFR	0,032 (1,70)*	0,034 (1,40)	0,034 (1,44)	0,055 (2,50)**	0,063 (2,24)**	0,061 (2,26)**
ln(INF)	0,033 (0,14)	0,046 (0,19)	0,008 (0,03)	0,130 (0,54)	0,200 (0,83)	0,128 (0,54)
CAB	-0,003 (0,40)	-0,006 (0,87)	-0,006 (0,89)	-0,008 (1,02)	-0,007 (0,83)	-0,009 (1,03)
KA OPEN	-0,107 (0,75)	-0,228 (1,29)	-0,272 (1,64)	-0,362 (2,09)**	-0,588 (2,67)***	-0,597 (3,00)***
OECDGR	-1,795 (1,33)	-2,644 (1,61)	-2,489 (1,54)	-2,353 (1,61)	-3,210 (1,77)*	-2,983 (1,71)*
ln(GDP_PC)				0,018 (0,31)	-0,008 (0,13)	-0,005 (0,09)
OPEN				0,116 (1,09)	0,389 (2,25)**	0,298 (2,10)**
INSTQUAL				0,084 (0,83)	0,081 (0,64)	0,111 (0,93)
LMR				-0,003 (1,13)	-0,001 (0,36)	-0,001 (0,32)
Número de observaciones	155	129	135	152	126	132
Grupo	Todos	En desarrollo	En desarrollo y en transición	Todos	En desarrollo	En desarrollo y en transición

Nota: Véanse las definiciones de las variables y las fuentes en la nota incluida al final del anexo. Estimaciones con el modelo Probit con errores estándares robustos. La variable dependiente es una variable ficticia que presenta un valor de 1 en los episodios de inversión caracterizados por la posterior contracción del crecimiento del PIB y un valor de 0 en todos los demás episodios. DREER y DOT se refieren a las variaciones del tipo de cambio real efectivo y de la relación de intercambio, respectivamente, entre el episodio y la situación existente tres años antes; las demás variables son el promedio de todo el período de duración del episodio.

* Significativo al 10%.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

acuerdo con la definición de Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2007) (sustituidos por el crecimiento del PIB en los países de la OCDE) son un factor determinante clave de la probabilidad de que se produzca una inversión expansiva.

En el cuadro 3.A3 se presentan los resultados del mismo análisis, pero centrado en inversiones contractivas. En este caso, el modelo no permite explicar el motivo por el cual los países no crecen después del episodio. Los únicos predictores robustos son la disparidad del producto y la tasa de interés nominal; cuanto más alta sea esta última, más probabilidades hay de que la inversión consista en una contracción. En algunas regresiones, la mayor apertura comercial se vincula con una mayor probabilidad de contracción, en tanto que la mayor apertura de la cuenta de capital se relaciona con una menor probabilidad de contracción, pero estos resultados no parecen ser muy robustos.

Notas explicativas de los cuadros 3.A1, 3.A2 y 3.A3

DEFINICIONES DE VARIABLES Y FUENTES

Variable	*Definición*	*Fuente*
CAB	Balanza por cuenta corriente dividida por el PIB	Banco Mundial, *World Development Indicators*
DREER	Variación del tipo de cambio real efectivo: desviación del tipo de cambio real efectivo de su nivel medio en períodos sin cambios bruscos. Este tipo de períodos se inician tres años después del término de un episodio y concluyen tres años antes de su inicio.	FMI, *International Financial Statistics*; y fuentes nacionales
GDPGR	Crecimiento del PIB	*UNCTAD Handbook of Statistics*, base de datos
ln(GDP_PC)	Logaritmo del PIB per cápita (paridad de poder adquisitivo de 2.000 dólares internacionales constantes)	FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* y fuentes nacionales
OUTPUTGAP	Disparidad del producto: desviación porcentual de la tendencia del PIB de su valor corriente	FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* y fuentes nacionales
DTOT	Variación de la relación de intercambio	Cálculos de la UNCTAD sobre la base de FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* y fuentes nacionales
CRGR	Aumento del crédito a residentes	Banco Mundial, *World Development Indicators*
ln(INF)	Logaritmo de la inflación	FMI, *International Financial Statistics*; y fuentes nacionales
OPEN	Apertura comercial: suma de las importaciones y las exportaciones divididas por el PIB	FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, y fuentes nacionales
OECDGR	Crecimiento medio del PIB en las economías de la OCDE	*UNCTAD Handbook of Statistics*, base de datos
US FF RATE	Tasa de los fondos federales de los Estados Unidos	Fuentes nacionales
KA OPEN	Variable ficticia que adopta un valor de 1 en los países con cuenta corriente abierta	Chinn e Ito (2007)
KA OPEN*US FF RATE	Interacción entre KA OPEN y US FF RATE	Chinn e Ito (2007)
FIX XRATE	Variable ficticia que adopta un valor de 1 en los países con régimen cambiario fijo	Levy Yeyati and Sturzenegger (2005)
INTER XRATE	Variable ficticia que adopta un valor de 1 en los países con régimen cambiario intermedio	Levy Yeyati and Sturzenegger (2005)
DIR-FFR	Diferencia entre la tasa de interés del país y la de los Estados Unidos	Fuentes nacionales
INSTQUAL	Índice de la calidad de las instituciones	Kaufmann, Kraay and Mastruzzi (2007)
LMR	Índice de la rigidez del mercado laboral	López de Silanes y otros (2004)

Notas

1 Suponiendo que en un país se produce un episodio de inversión que se inicia en 1998 y se prolonga hasta 2002, la variable dependiente presenta un valor de 0 en los períodos 1975-1997 y 2003-2006 y un valor de 1 en 1998 y 1999. Las observaciones correspondientes al período 2000-2002 se excluyeron de la muestra.

2 La variable ficticia excluida es el tipo de cambio flotante.

3 Sin embargo, la depreciación real sólo anticipa significativamente la inversión en la misma submuestra de países desarrollados.

4 Véase también el análisis de los indicadores de gobernanza en el capítulo VI, sección D, del presente *Informe*.

Capítulo IV

FUENTES INTERNAS DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN DESTINADA A MEJORAR LA CAPACIDAD PRODUCTIVA

A. Introducción

Hay acuerdo general en cuanto a que el mejoramiento sostenible de los niveles de vida sólo puede lograrse mediante un aumento de la producción y un crecimiento constante de la productividad. Ello requiere altas tasas de inversión en infraestructura física y en instalaciones y equipo, así como en elementos más intangibles, como la educación y la investigación, y el desarrollo. No obstante, hay divergencia de opiniones en cuanto al modo más adecuado de financiar estos distintos tipos de inversión. Para que se realicen inversiones privadas, los empresarios no sólo necesitan tener expectativas de ganancias futuras como incentivo, sino que también deberían poder financiar la adquisición de los bienes de capital necesarios.

Una corriente influyente de pensamiento económico considera que la inversión se financia con el ahorro generado principalmente por las economías familiares. Según esta opinión, se conseguirá el máximo de inversión empresarial mediante el aumento del ahorro nacional y la mejora de la eficiencia de la intermediación financiera. Las recomendaciones prácticas de esta corriente de opinión incluyen reducir el gasto fiscal para mejorar las cuentas fiscales públicas y hacer crecer la tasa de ahorro de los hogares y las importaciones de capital ("ahorro extranjero") mediante tipos de interés más elevados. Se espera que una mayor eficiencia de los bancos e intermediarios financieros no bancarios y de los mercados de valores, así como una mejor vigilancia de la inversión y la distribución del riesgo, aumenten los recursos financieros para invertir en empresas.

Otro enfoque de la financiación de la inversión -postulado por Keynes y, en particular, Schumpeter- sugiere que la acumulación de capital en la industria se financia sobre todo con el ahorro de los beneficios empresariales, mientras que la contribución del ahorro voluntario de los hogares a la inversión productiva se considera relativamente menos importante. Al examinar cómo las economías del Asia oriental alcanzaron con éxito la convergencia económica en el período posterior a la segunda guerra mundial, la UNCTAD destacó la importancia de la vinculación entre los beneficios y el ahorro empresariales y la existencia de un nexo dinámico entre beneficios e inversiones (véanse, en particular, los *TDR* de 1994, 1996, 1997 y 2003). Atribuía las altas tasas de ahorro nacionales a altas tasas de ahorro empresarial y no a altas tasas de ahorro de los hogares. Los beneficios empresariales importantes incentivaban a las empresas para invertir y al mismo tiempo amentaban su capacidad de financiar nuevas inversiones, lo que

a su vez aumentaba los beneficios al mejorar las tasas de utilización de las capacidades y de crecimiento de la productividad.

Este enfoque se refiere a la controversia más amplia relativa a la relación causal entre ahorro, inversión y crédito examinada en el capítulo III. Una de las hipótesis que se examinan en este capítulo es que la calidad de las instituciones monetarias y financieras de un país, y en particular la función de los bancos, tiene una importante influencia en la relación entre ahorro, inversión y crédito: si la inversión puede ser financiada por los bancos, que tienen la facultad de crear dinero a partir de la nada mediante operaciones de crédito, entonces no es necesario que haya un ahorro previo para que se realicen inversiones; se generaría un mayor ahorro como resultado del aumento de los ingresos. En otras palabras, la estructura y el funcionamiento de los sistemas financieros nacionales no son neutrales en el proceso de "movilización de recursos" y financiación de las inversiones. La manera en que una economía funciona y su respuesta a una política monetaria pueden variar en función de si en el sistema financiero predominan más los mercados de capitales ("economías de mercado de capitales") o la intermediación bancaria ("economías de descubierto"). Asimismo, las instituciones financieras, en particular los bancos comerciales y de desarrollo, no son intermediarios pasivos que se limitan a facilitar transacciones entre entidades no financieras. Más bien, se trata de agentes dinámicos que distribuyen recursos entre distintas entidades y sectores económicos con fines específicos (por ejemplo, el consumo o la inversión) conforme a sus propios objetivos u orientaciones generales. Por lo tanto, las instituciones financieras participan activamente en la configuración de la estructura y actividades económicas de un país. De hecho, sus actividades a menudo forman parte de los planes estratégicos de desarrollo de conglomerados privados o gobiernos.

En la sección B del presente capítulo se abordan las principales fuentes de financiación de las inversiones en las economías en desarrollo y en transición. En la sección C se examina la reciente transformación de los sistemas financieros como resultado de la globalización financiera y las reformas nacionales. En la sección D se analizan los principales resultados de estos cambios y las características actuales de los sistemas financieros de las economías en desarrollo y en transición. En la última sección se resumen las conclusiones más importantes de estas experiencias y se examinan las recomendaciones prácticas que se pueden derivar de ellas.

B. Principales fuentes de financiación de las inversiones

Desde un punto de vista microeconómico, la financiación puede provenir de fuentes internas, como la autofinanciación o los beneficios no distribuidos, o de fuentes externas como los préstamos, los bonos o las acciones. Desde una perspectiva macroeconómica (es decir, de la economía en general), la financiación puede provenir de fuentes nacionales o extranjeras, pero únicamente las fuentes extranjeras crean una obligación para la economía. Existe una distinción complementaria entre ahorro extranjero y nacional, y este último puede dividirse a su vez en ahorro de los hogares, empresarial y público. Desde un punto de vista contable, el ahorro generado en la economía en general durante un período determinado debe ser igual a la inversión total.

1. Función de los beneficios empresariales

Una condición importante del desarrollo económico es que las empresas tengan acceso a fuentes fiables, adecuadas y a bajo costo que permitan financiar sus inversiones. Para que se cumpla esta condición lo mejor es que los propios beneficios sean la principal fuente de financiación de la inversión.

Cuadro 4.1

AHORRO E INVERSIÓN POR HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS EN DETERMINADAS ECONOMÍAS Y PERÍODOS

(Porcentaje del PIB)

		Hogares		*Empresas no financieras*		***Partida pro memoria:***
	Período	*Ahorro*	*Inversión fija*	*Ahorro*	*Inversión fija*	*Proporción de beneficios en el valor agregado de las manufacturas*
Brasil	1995-2003	7,0	5,5	12,3	11,4	..
Chile	1996-2003	8,4	6,0	9,8	14,9	81,7[a]
China	1995-2003	17,3	4,8	12,8	25,5	..
Colombia	1995-2002	5,5	3,0	8,1	9,6	..
Côte d'Ivoire	1995-2000	2,8	1,6	4,1	7,4	..
Egipto	1996-2003	10,6	4,7	8,1	6,8	..
Irán (República Islámica del)	1996-2003	18,4	10,3	6,6	11,7	75,0
México	1995-2002	7,5	4,8	10,2	13,0	82,0[a]
Níger	1995-2003	8,9	3,1	1,8	5,3	54,1[b]
República de Corea	1995-2003	..	..	11,0	20,1	78,0[b]
Taiwán (Provincia china de)	1995-2003	12,4	1,0	10,6	14,8	..
Túnez	1995-2002	7,8	6,5	8,8	12,4	..
Partidas pro memoria:						
Japón	1960-1970	13,3	8,0	15,0	22,7	67,2[c]
República de Corea	1980-1984	10,3	5,3	8,3	20,0	72,8
Taiwán (Provincia china de)	1983-1990	17,0	4,3	9,6	12,4	58,9

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en *National Account Statistics* de las Naciones Unidas: *TDR 1997*, cuadro 44; base de datos macroeconómicos de la Oficina Nacional de Estadística de la República China de Taiwán; y ONUDI, base de datos *Industrial Statistics*.

Nota: Los beneficios equivalen al valor agregado de las manufacturas menos los ingresos brutos totales de los empleados.

a 1995-2000.

b 1995-2002.

c 1963-1970.

De hecho, una política gubernamental que contribuya a crear un nexo entre inversión y beneficios reforzará el incentivo de las empresas para invertir y su capacidad de financiar nuevas inversiones[1].

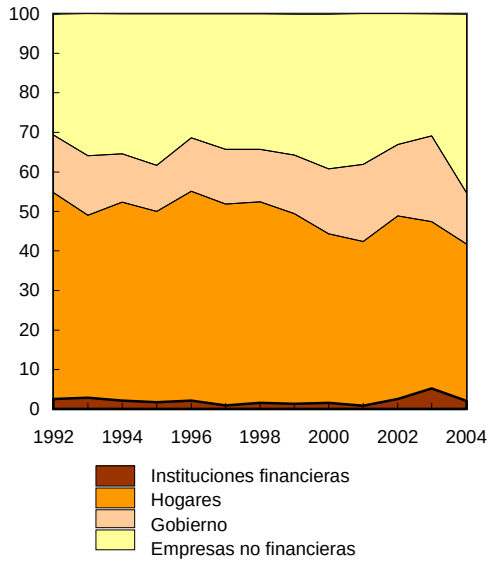
La decisión de las empresas sobre qué proporción de beneficios deberían retener está relacionada con las decisiones que adopten en materia de inversión. En la medida en que una tasa elevada de beneficios no distribuidos está asociada a una tasa elevada de inversión empresarial, a largo plazo una acusada propensión a retener beneficios indica una tendencia a la acumulación y un dinamismo empresarial fuertes. Este dinamismo y la división de los beneficios entre reinversión y distribución a los accionistas varían de manera considerable en función del país y desempeñan una función esencial en el ritmo general de acumulación e industrialización.

Debido a la falta de datos completos, no se conoce a fondo cómo influyen el ahorro empresarial y el ahorro de los hogares en las diferencias entre distintos países en cuanto al desempeño del ahorro y la inversión. El cuadro 4.1 muestra, con respecto a los países en desarrollo sobre los cuales se dispone de datos, la distribución del ahorro y la inversión entre los hogares y el sector empresarial no financiero en el período 1995-2003, que es el período respecto del cual se dispone de datos sobre un mayor número de países.

Gráfico 4.1

CHINA: PROPORCIÓN DEL AHORRO TOTAL, POR SECTORES, 1992–2004

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en *China Statistical Yearbook*, varios números.

Aunque resulta difícil extraer conclusiones generales de la muestra relativamente reducida que figura en el cuadro, los datos indican que, en la mayoría de los casos, las tasas elevadas de inversión empresarial fija suponen tasas elevadas de ahorro empresarial, mientras que la relación entre la inversión empresarial y el ahorro de los hogares es mucho menor. La alta tasa de inversión empresarial fija registrada en China, la República de Corea y la Provincia china de Taiwán durante el período 1995-2003 -así como durante los breves períodos de convergencia económica en el Japón en los años sesenta y en la República de Corea y la Provincia china de Taiwán en los años ochenta- se asociaba a tasas de ahorro empresarial considerablemente más altas que las registradas en la mayoría de los demás países. Aunque las tasas de ahorro de los hogares también eran más altas, las diferencias con los demás países no son tan marcadas como en el caso del ahorro empresarial, en especial si no se tiene en cuenta China. En cambio, las tasas relativamente altas de ahorro de los hogares en Egipto y la República Islámica del Irán no venían acompañadas de altas tasas de ahorro empresarial ni estaban asociadas a altas tasas de inversión empresarial. Cabe asimismo señalar que las tasas relativamente elevadas de ahorro empresarial de algunos de los países latinoamericanos no se han traducido en tasas igualmente elevadas de inversión empresarial fija. Esto puede indicar una tendencia de estos países a destinar los ingresos derivados del capital al consumo o a inversiones de cartera en lugar de a inversiones fijas.

El cuadro 4.1 también muestra que las variaciones en la importancia del ahorro empresarial no reflejan plenamente las variaciones de la proporción de beneficios en el valor agregado. Por lo tanto, debe haber factores distintos de la propensión a ahorrar beneficios que desempeñan un papel importante para determinar la proporción de beneficios empresariales retenidos para su inversión. Esos factores son la presión fiscal sobre las empresas y las deducciones por amortización.

La estructura del ahorro y la inversión en China destaca por al menos dos motivos. Primero, su tasa de inversión empresarial es significativamente más alta que la de otros países. Además, aunque la tasa de ahorro de las empresas de China también es muy alta, la tasa de ahorro de sus hogares es aún más alta. Esto puede dar la impresión de que la alta tasa de inversión empresarial del país depende de la alta tasa de ahorro de los hogares, que a su vez es producto de una tasa elevada de ahorro preventivo en los hogares urbanos a causa de las deficiencias del sistema de seguridad social de China, del aumento sustancial del gasto en educación y de la incertidumbre acerca de la evolución futura de las rentas (véase, por ejemplo, Chamon y Prasad, 2007)[2]. No obstante, la contribución de los hogares al ahorro nacional ha disminuido de más del 50% durante la mayor parte de los años noventa a ligeramente menos del 40% en 2004 (gráfico 4.1). Por otra parte, la contribución de las empresas no financieras y el Gobierno al ahorro ha aumentado desde mediados de los años noventa, y el sector empresarial se convirtió en 2004 en la fuente más importante de ahorro nacional. Las estimaciones para el período posterior a 2004 (que no figuran en el gráfico 4.1) sugieren que la contribución de las empresas no financieras al ahorro nacional total de China ha seguido siendo superior a la de los hogares (Barnett and Brooks, 2006; Yu, 2008). Este aumento se ha debido tanto a la mayor rentabilidad de las empresas chinas, en particular las estatales, como a una política monetaria más restrictiva que ha reducido la disponibilidad de préstamos bancarios (Barnett and Brooks, 2006; He and Cao, 2007).

2. Financiación externa de las inversiones empresariales

La financiación externa de las inversiones empresariales suele correr a cargo de intermediarios financieros, en particular los bancos. Los intermediarios financieros pueden facilitar transacciones de instrumentos financieros sin modificar sus condiciones de vencimiento y remuneración ni adquirir o emitir activos financieros. En este sentido, constituyen "mercados de capitales" y sus operaciones se denominan "financiación directa". Por otra parte, las instituciones financieras -y en particular los bancos- pueden desvincular las condiciones de los activos financieros adquiridos por los prestatarios de las obligaciones a que están sujetos los prestamistas. Normalmente los bancos están sujetos a obligaciones a corto y medio plazo y otorgan préstamos a más largo plazo. Esas operaciones bancarias típicas, en las que se establece una relación contractual entre el banco y los depositantes, por un lado, y el banco y los prestatarios, por otro lado, se denominan "financiación indirecta".

El hecho de que prevalezca uno u otro tipo de financiación puede tener consecuencias macroeconómicas y determinar algunos aspectos del proceso económico. La no modificación de las condiciones en la financiación directa deja a los titulares de bonos y acciones con activos financieros a largo plazo, lo que significa que deben venderlos en los mercados de capitales si necesitan liquidez. Esto puede dar lugar a una inestabilidad de los precios en esos mercados, que están expuestos a episodios de auge y depresión. Por otra parte, la financiación indirecta comporta para los bancos comerciales un riesgo de liquidez (es decir, pueden perder depósitos sin poder recuperar los préstamos a largo plazo), lo que puede plantear un dilema al banco central: podría financiar a los bancos en dificultades, lo que requiere la creación de dinero y podría fomentar un riesgo moral, o arriesgarse a un contagio de las dificultades financieras que puede convertir un problema limitado de liquidez en una crisis sistémica de solvencia. Otro aspecto importante es que la financiación bancaria tiende a establecer una relación duradera entre los bancos y las empresas que produce asociaciones a largo plazo que pueden influir en las estrategias y la gestión empresariales[3].

El papel de los bancos -tanto públicos como privados- como fuente de inversión productiva va más allá de la ventaja que ofrecen como instituciones de gran escala, que hace que sean más eficaces que los hogares en la modificación de los plazos de vencimiento y la intermediación del ahorro, y de su ventaja en el terreno de la información, que les permite ser más eficaces que los mercados de valores en hacer frente a las asimetrías de información entre los agentes internos y externos. La generación de crédito por los bancos mediante la concesión de préstamos a empresas en apoyo de actividades económicas productivas es particularmente importante en los países con un sistema financiero basado en la banca relacional o de confianza. Según Minsky (1982), es imposible que una empresa coordine las entradas y salidas de efectivo de manera que las salidas nunca superen a las entradas. Desde esa perspectiva, la generación de crédito es fundamental al hacer posible que las empresas inviertan sin contar con ahorros anteriores.

> Además de los beneficios no distribuidos, la generación de crédito por el sistema bancario desempeña una función importante en la financiación de las inversiones productivas.

La generación de crédito por el sistema bancario es particularmente importante para las empresas, en especial las nuevas empresas, que dependen mucho de los préstamos para atender sus necesidades de inversión fija y capital de explotación[4]. Se genera crédito a partir de la nada cuando un banco comercial otorga a una empresa un préstamo que puede financiarse mediante préstamos del banco central a través de la ventanilla de descuento o de operaciones de mercado abierto, lo que implica un aumento de la masa monetaria. El valor nominal del aumento de la capacidad productiva de la empresa y de la producción de bienes y servicios adicionales a que se destinó el crédito adicional aumenta los ingresos totales y constituye la contrapartida en la economía real del aumento de la masa monetaria. El aumento de las entradas de efectivo de la empresa permite reembolsar el préstamo. El incremento de los beneficios empresariales y del ahorro de los hogares producido por estas actividades adicionales en la economía real crea *a posteriori* un equilibrio entre las inversiones y el ahorro totales.

Este proceso de generación de crédito puede ser inflacionario si tropieza con limitaciones de recursos; por ejemplo si la tasa de expansión del crédito es superior a la tasa de crecimiento potencial de la

producción de la economía. Sin embargo, el peligro de que esto ocurra disminuirá cuando la generación de crédito haga aumentar la producción real al dar un uso productivo a factores de producción anteriormente infrautilizados o inutilizados o al aumentar la productividad de los insumos de producción.

Varios factores pueden obstaculizar este proceso de generación de crédito mediante una expansión monetaria controlada. En primer lugar, es posible que una empresa no tenga el tipo de garantía exigido por un banco comercial para otorgar un préstamo: por ejemplo, puede que el banco no esté dispuesto a aceptar la garantía que la empresa le ofrece, o que no estén garantizados los derechos de propiedad, que podrían convertir una garantía potencial en una real. En segundo lugar, la cuantía del crédito (y del dinero emitido) no puede exceder de unos límites específicos que vienen determinados por la capacidad del banco de recibir depósitos y su acceso a la financiación de otros bancos (incluido el banco central), así como por reglamentaciones financieras. Además, la capacidad de los bancos para generar crédito no excluye la necesidad de generar ahorro en el futuro, ya que el prestatario debe reembolsar el crédito. Pero, en este caso, la relación causal entre ahorro, inversión y crédito es contraria a la propuesta por la teoría convencional: el crédito bancario financia la inversión que, si tiene éxito, genera ahorro (beneficios) que a su vez se destina a reembolsar el préstamo.

En tercer lugar, el banco central no podrá adoptar una política monetaria independiente ni aumentar la base monetaria si la economía está oficialmente "dolarizada" (es decir, si utiliza una moneda extranjera como única moneda de curso legal). Asimismo, estará enormemente limitado si tiene un régimen de convertibilidad que sólo permita al banco central aumentar la base monetaria nacional en la medida en que ese aumento esté respaldado por reservas de divisas. En cuarto lugar, el banco central tampoco podrá satisfacer plenamente la demanda de crédito para financiar la inversión si fija como meta un tipo de cambio nominal fijo y adopta políticas de masa monetaria y tipos de interés para lograrla.

A diferencia de los bancos comerciales privados, los bancos públicos y de desarrollo tienen un objetivo de desarrollo: su análisis de los préstamos tiene en cuenta los efectos económicos y sociales que un proyecto de inversión tiene en el desarrollo, además de su rentabilidad financiera. Los bancos públicos y de desarrollo financian proyectos de inversión que por lo general los bancos privados considerarían demasiado arriesgados, bien porque la recuperación total del costo de la inversión es un proceso a largo plazo, como en el caso de la inversión en infraestructuras, o bien porque la inversión es realizada por empresas pequeñas y/o innovadoras cuyo objetivo es producir nuevos productos o poner en marcha nuevos procesos de producción. La función de desarrollo de los bancos públicos hace que sus actividades tiendan a estar concentradas en esferas que se caracterizan por asimetrías de información y activos intangibles. Por lo tanto, no debe esperarse que los bancos públicos tengan el mismo grado de rentabilidad que los bancos comerciales privados. De hecho, una presión desproporcionada para obtener rentabilidad apartaría a los gestores de los bancos públicos de su mandato de desarrollo (Levy Yeyati, Micco and Panizza, 2007)[5]. Algunos de los proyectos de financiación de inversiones innovadoras fracasarán necesariamente por la razón misma de que la única manera de comprobar si esos proyectos son rentables o no, es llevándolos a cabo[6]. Así pues, para actuar como fuente de capital riesgo público, la estrategia óptima de un banco de desarrollo sería minimizar el costo de los errores que se produzcan, en lugar de minimizar el riesgo de cometer esos errores.

> No debe esperarse que los bancos públicos que desempeñan una función de desarrollo tengan la misma rentabilidad que los bancos comerciales privados.

Otro aspecto del objetivo de desarrollo de los bancos estatales y de desarrollo se refiere a la coordinación de los proyectos de inversión. Es posible que la inversión no sea rentable a menos que se invierta de manera simultánea en actividades de las fases iniciales y finales del proceso de producción, en particular si dichas actividades no son transables o requieren una proximidad geográfica. El caso de la infraestructura física es un ejemplo perfecto. Pero un razonamiento similar se aplica a la disponibilidad de insumos de producción adecuados (es decir, de mano de obra suficientemente cualificada, así como de insumos físicos que se adecuen al nivel tecnológico de un país) o a la presencia de un comprador de la producción de una empresa. En este sentido, un problema importante para los empresarios, que actúan como agentes independientes y únicamente en su

propio interés, es cómo coordinar las inversiones de manera que les permita beneficiarse mutuamente de las vinculaciones entre las fases iniciales y finales del proceso de producción. Cuando se logran esos beneficios mutuos, el impacto de un proyecto de inversión en toda la economía va más allá de su rentabilidad privada. Por consiguiente, es probable que un banco que actúe en interés del desarrollo económico nacional en general (es decir, un banco público o de desarrollo) tenga una ventaja en la financiación de las inversiones cuya rentabilidad dependa enormemente de que se realicen inversiones complementarias. Esta era la función de los bancos de desarrollo del Japón, la República de Corea y la Provincia china de Taiwán (véase, por ejemplo, Khan, 2004).

Los bancos nacionales de desarrollo suelen recibir financiación insuficiente, en particular cuando carecen de acceso a los recursos de los depósitos de los clientes y del gobierno. Esta es una de las razones por las que a menudo desembolsan sus préstamos en asociación con bancos privados. Por ejemplo, en los últimos años, el banco de desarrollo del Brasil, el Banco do Desenvolvimento de Todos os Brasileiros (BNDES), otorgó aproximadamente la mitad de sus préstamos en asociación con bancos comerciales privados[7]. Este tipo de préstamo sindicado permite que el banco de desarrollo invierta en más proyectos y diversifique los riesgos que éstos presentan. Al mismo tiempo, la participación de otro banco tiene la ventaja de aportar una segunda opinión sobre la viabilidad de la oportunidad de inversión, lo que reduce el riesgo de financiar malos proyectos.

La experiencia de los bancos estatales chinos ha sido menos satisfactoria, lo que respalda el argumento de que los bancos estatales no pueden asignar créditos de manera óptima sin un marco institucional complementario. La decisión de conceder préstamos por razones políticas y otras razones no económicas hizo que los préstamos improductivos de los cuatro principales bancos estatales se convirtiesen en un grave problema para el sistema bancario chino durante los años noventa[8]. Según las estadísticas oficiales, los préstamos improductivos han disminuido tanto en valor como en porcentaje de los préstamos totales[9] pese a la aparición de nuevos préstamos improductivos (Allen, Qian and Qian 2008).

En la mayoría de las economías en desarrollo y en transición, la intermediación financiera sigue estando concentrada en los bancos. No obstante, cada vez se reconoce más que unos mercados locales de bonos que funcionen de forma apropiada pueden contribuir de manera significativa a la intermediación financiera[10]. El sector público ha tenido un interés especial en establecer mercados locales de bonos, porque éstos ayudan a financiar los déficit presupuestarios de manera no inflacionaria y esterilizan también las grandes entradas de capital. Además, los mercados locales de bonos proporcionan a los prestatarios privados acceso a financiación a largo plazo, en particular para invertir en la construcción y en el desarrollo de infraestructura. En la medida en que los bancos nacionales ofrecen en su mayoría préstamos a corto plazo, la ausencia de un mercado local de bonos que funcione obligará a las empresas a financiar inversiones a largo plazo con deuda a corto plazo. Esto puede hacer que acumulen desajustes de los plazos de vencimiento en sus balances generales o que busquen más financiación para sus inversiones en los mercados internacionales, con el riesgo de acumular desajustes de las paridades monetarias. Ambos factores aumentan la fragilidad financiera. De hecho, la combinación de ambos fue la razón fundamental de la crisis financiera del Asia oriental.

Los mercados de valores han pasado a desempeñar un papel significativo en algunas economías en desarrollo y en transición más avanzadas, en particular las que han emprendido un amplio programa de privatización. La importancia de los mercados de valores en un sistema financiero suele medirse en función de su valor de capitalización. No obstante, esa capitalización puede indicar el valor de mercado de un tipo de activo financiero, pero dice muy poco acerca de las corrientes financieras obtenidas mediante la emisión de acciones en un período determinado. Por ejemplo, la capitalización bursátil aumentará con la subida de los precios de los mercados de valores sin generar ninguna financiación nueva. Es cierto que la existencia de grandes mercados de valores y de una elevada cotización de las acciones constituyen un marco favorable para la emisión de nuevas acciones, pero esto no siempre ocurre: los propietarios de las empresas pueden ser reacios a abrir su capital a nuevos inversores, ya que ello podría debilitar su control sobre la empresa. En otras palabras, la capitalización bursátil dice más sobre la estructura de las carteras financieras que sobre la financiación de las inversiones. Lo que importa para la financiación de las inversiones es la cantidad de nuevas acciones emitidas en los mercados de valores, como se examina más adelante.

3. Financiación de las inversiones y asimetrías de información

Al decidir cómo financiar las inversiones, los empresarios tienen una justificación microeconómica fundamentada para considerar que las distintas fuentes de financiación de las inversiones no son sustitutos perfectos[11]. La denominada "teoría de selección jerárquica" de la estructura del capital, postula la pertinencia de determinadas formas de financiación de las inversiones en la adopción de decisiones en materia de inversión y producción. Sugiere que la elección de la estructura de capital depende de factores financieros (por ejemplo, la disponibilidad de financiación interna, el acceso a una nueva financiación mediante endeudamiento o mediante emisión de acciones y el funcionamiento de determinados mercados de crédito) y de las características de la empresa (por ejemplo, sus oportunidades de inversión, su rentabilidad y su tamaño). Según esta teoría, las empresas suelen seguir un orden jerárquico para financiar la inversión real y prefieren la financiación interna a la externa y el endeudamiento a la emisión de acciones. Las empresas muy rentables podrían financiar su crecimiento con sus beneficios no distribuidos y manteniendo un coeficiente de endeudamiento constante. En cambio, las empresas menos rentables, o que aún no lo son, están obligadas a recurrir a financiación externa. Por consiguiente, los cambios en el coeficiente de endeudamiento de una empresa obedecen a su necesidad de financiación externa, que a su vez viene determinada por la medida en que las oportunidades de inversión son superiores a los fondos propios (Myers and Majluf, 1984; Fazzari, Hubbard and Petersen, 1988)[12].

> Las necesidades de financiación de las empresas de los países en desarrollo suelen exceder de los fondos propios disponibles...

Según la teoría de selección jerárquica, una empresa prefiere fuentes internas (es decir, el flujo de efectivo interno generado por la depreciación y los beneficios no distribuidos) porque le permiten salvaguardar la información privilegiada del gerente sobre el valor de los activos existentes en la empresa y la calidad de sus oportunidades de inversión. La asimetría de información hace que a los proveedores de financiación externa les resulte muy difícil, o incluso imposible, evaluar plenamente la calidad de los activos de una empresa y sus oportunidades de inversión[13]. Además, la financiación interna permite evitar los gastos de intermediación (es decir, los gastos destinados a mitigar un posible conflicto de intereses entre la dirección de la empresa y los proveedores de financiación externa).

La asimetría de información es también la razón por la cual la financiación mediante endeudamiento es preferible a la emisión de acciones, según la teoría de selección jerárquica de la estructura de capital. El grado de asimetría de información, y, por consiguiente, el gasto de intermediación, es relativamente más bajo en la financiación por endeudamiento que en el caso de la financiación mediante la emisión de acciones. Esto se debe a que la financiación mediante endeudamiento, por ejemplo mediante préstamos bancarios, permite el examen y la supervisión de los proyectos de inversión, así como su ejecución directa a nivel de la empresa. Los bancos pueden exigir garantías y, en caso de graves dificultades financieras, la deuda suele tener prioridad en las reclamaciones sobre los activos y ganancias, mientras que las acciones ocupan una posición residual. La antigüedad de las reclamaciones de distinto tipo constituye en general un factor importante de las decisiones de financiación externa adoptadas por los financiadores.

Asimismo, los mercados de capitales pueden suponer que una empresa emite acciones únicamente cuando considera que sus activos existentes están sobrevalorados. También tienden a considerar que el recurso de una empresa a financiación mediante la emisión de acciones indica que no puede obtener otro tipo de financiación debido a que sus oportunidades de inversión son extremadamente arriesgadas, o a que su coeficiente de endeudamiento ya se sitúa en un nivel sumamente inquietante por la previsible aparición de graves dificultades financieras (es decir, dificultades para atender las obligaciones del servicio de la deuda)[14]. En consecuencia, para una empresa que busque financiación para sus inversiones, las condiciones a que está sujeta la emisión de acciones tenderán a ser más estrictas que las impuestas a la financiación mediante endeudamiento.

Otra razón para preferir el endeudamiento a la emisión de acciones es que la financiación mediante la emisión de acciones expone a la empresa al riesgo de ser absorbida, en especial cuando los mercados

financieros infravaloran sus activos[15]. El proceso de fijación de precios en los mercados de valores puede funcionar bien desde el punto de vista de la eficacia del arbitraje de información o del arbitraje financiero, que garantiza que todos los participantes en el mercado de valores tengan acceso inmediato a toda nueva información relativa a las acciones de una empresa de manera que ningún participante pueda sacar provecho de esa información pública. Sin embargo, es posible que ese proceso de fijación de precios no funcione tan bien desde el punto de vista de la eficacia de la valoración fundamental, que garantizaría que los precios de las acciones reflejen con exactitud los parámetros fundamentales de una empresa (es decir, su rentabilidad prevista a largo plazo) (Kregel and Burlamaqui, 2006).

Las empresas de los países en desarrollo que buscan financiación para sus proyectos de inversión suelen enfrentarse a problemas distintos de los de los países desarrollados. Con frecuencia las necesidades de financiación pueden exceder de los fondos propios disponibles, en particular cuando la mejora tecnológica y el desarrollo de un nuevo producto requieren una rápida circulación de inversión en bienes de capital. Según Singh (1997), este fue el caso de muchas empresas del Asia oriental, que tuvieron que recurrir a fuentes tanto internas como externas para financiar sus inversiones y ampliar su participación en el mercado mundial.

… en particular cuando la mejora de la tecnología y el desarrollo de nuevos productos requieren una renovación frecuente de los bienes de capital.

Por lo general, la industrialización y la convergencia económica requieren la aplicación de técnicas novedosas (es decir, novedosas para la economía respectiva) para la producción de nuevos productos o la utilización de nuevos procesos. Tradicionalmente, se consideraba que las grandes empresas y los conglomerados empresariales estaban en mejores condiciones para impulsar la industrialización en los sectores que requerían fuertes inversiones de capital a gran escala, experiencia manufacturera previa y la coordinación de las actividades de inversión de distintas industrias (Amsden, 2001). Sin embargo, en los últimos años se ha dado cada vez mayor trascendencia a la utilización de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) como condición importante para aumentar la productividad, y ello ha hecho que se destaque cada vez más el papel de las nuevas y a menudo pequeñas empresas en la aplicación de técnicas novedosas.

No es probable que las empresas nuevas, ni las empresas particularmente innovadoras cuyos proyectos pueden ser considerados demasiado arriesgados por los inversores en el mercado, puedan recurrir a financiación interna ni generar rápidamente suficientes flujos de capital. En tales casos, las asimetrías de información son especialmente pronunciadas, ya que no existe ningún historial de los conocimientos empresariales del gerente ni de la rentabilidad de la empresa innovadora; además, puede que la información sobre las actividades no innovadoras anteriores de la empresa no resulte de mucha ayuda. Es probable que las empresas innovadoras encuentren enormes dificultades para obtener créditos bancarios debido a que la única garantía que pueden presentar será en forma de activos intangibles, que en parte son inherentes al capital humano y en general muy específicos de las empresas concretas en las que residen (Hall, 2002). Por consiguiente, las fuentes potenciales de financiación externa no pueden distinguir fácilmente las oportunidades de mayor valor de las de menor valor. Aunque el empresario innovador pudiera transmitir toda la información sobre el proyecto de inversión innovador a las posibles fuentes de financiación, ello implicaría la revelación de información privilegiada, lo que expondría a la empresa a un riesgo de imitación y menoscabaría gravemente su capacidad para hacer uso del rendimiento de su inversión. Por otra parte, los bancos se mostrarán reacios a financiar una inversión inicial que permita una inversión productiva y un aumento de la productividad si no pueden recibir una parte de las ganancias en productividad proporcional al riesgo que hayan asumido anteriormente[16]. Esto puede crear una situación en la que los bancos esperan a que los demás den el primer paso para poder beneficiarse de la información que revelen sobre la capacidad del empresario para llevar a cabo inversiones rentables (Emran and Stiglitz, 2007)[17].

En tales circunstancias, la financiación informal de familiares o amigos del empresario puede ser una importante fuente de capital riesgo (*risk capital*) en las fases iniciales de un proyecto innovador, cuando la necesidad de recursos financieros es limitada[18]. Pero cuando esa necesidad aumente considerablemente, la financiación informal ya no será suficiente y es posible que el empresario trate de acceder a capital riesgo (*venture capital*) para su proyecto[19].

Este tipo de capital permite la financiación de inversiones, mediante emisión de acciones o productos vinculados a acciones, en empresas jóvenes de propiedad privada en las que el inversor es un intermediario financiero que obtiene la financiación de un grupo de inversores (por ejemplo, bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros y fundaciones)[20]. Los inversores de capital riesgo pueden considerarse especialistas en acumular información sobre las posiciones de balance y los proyectos de inversión de empresas con gran potencial de crecimiento. Dado que esos inversores suelen poseer también conocimientos técnicos, la asimetría de información les afecta menos que a los proveedores de préstamos bancarios tradicionales o capital social. Los inversores de capital riesgo suelen ofrecer sus conocimientos técnicos a las empresas a cambio de parte del valor que éstas generen. Sus conocimientos técnicos y experiencia también les permiten ejercer funciones de asesoramiento o gestión de carácter no financiero, lo que posibilita una mejor evaluación de la viabilidad industrial y comercial de un proyecto de inversión. En realidad, esas funciones de carácter no financiero pueden resultar más importantes que su mera contribución financiera, puesto que ayudan a gestionar los riesgos y a obtener el máximo beneficio de una inversión determinada (Lerner, 1995). Habida cuenta de que el inversor de capital riesgo suele desinvertir después de un cierto tiempo, puede considerarse que el capital riesgo es una forma híbrida de financiación entre el endeudamiento y la emisión de acciones (Hall, 2002). Esto significa que una empresa innovadora seguirá probablemente un orden jerárquico ligeramente distinto en su estructura de capital y, en lo que respecta a la financiación externa, sólo recurrirá a la financiación de los bancos después de obtener recursos de inversores de capital riesgo[21].

No obstante, la solución del capital riesgo para financiar las inversiones tiene sus limitaciones, en particular en los países en desarrollo, porque debe haber un mercado de valores activo que ofrezca una estrategia de salida a los inversores de capital riesgo, que normalmente consiste en una oferta pública inicial en la que la empresa emite acciones para su venta al público. Esto también les permitiría pasar a financiar otras empresas (Hall, 2002)[22]. Además, a fin de limitar el número de socios de una empresa, los inversores de capital riesgo deben invertir una cantidad mínima determinada. Esa cantidad puede ser superior a los medios de que dispone la mayoría de los inversores potenciales de capital riesgo en los países en desarrollo. Los países en desarrollo han recurrido tradicionalmente a los bancos del sector público, incluidos los bancos nacionales de desarrollo, para suplir sus deficiencias en el acceso a la financiación de sus inversiones[23]. Amsden (2001), por ejemplo, ofrece una explicación detallada sobre la función de los bancos nacionales de desarrollo en muchas economías de industrialización tardía[24]. Debido a la gran proporción de préstamos improductivos en su pasivo, varios bancos públicos y nacionales de desarrollo fueron desmantelados en muchos países como parte de las reformas financieras llevadas a cabo en los años noventa. No obstante, más recientemente se ha renovado el interés en su utilidad como instrumento de las estrategias de desarrollo.

C. Las reformas financieras de las economías en desarrollo y en transición

Hasta los años ochenta, tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados estaba muy extendida la intervención estatal en el sector financiero. El principal objetivo era apoyar la industrialización, la reconstrucción en la posguerra y el desarrollo. En muchos países en desarrollo se perseguían esos objetivos proporcionando financiación de bajo costo a determinados sectores y actividades mediante el control de los tipos de interés y las modalidades de concesión de préstamos. La regulación de las actividades bancarias, el apoyo estatal a las redes cooperativas de bancos, el establecimiento de intermediarios financieros especializados y la propiedad estatal directa de bancos comerciales y de desarrollo

fueron elementos fundamentales de las políticas financieras. Además, el grado de apertura a las transacciones financieras internacionales y la entrada de bancos extranjeros estaban limitados.

Esas políticas fueron objeto de crecientes críticas en los años setenta y, a raíz de la crisis de la deuda de principios de los años ochenta, las ideas predominantes y las orientaciones en materia de políticas de desarrollo ponían de relieve los problemas propios del intervencionismo y las ventajas del *laissez-faire,* también en la esfera financiera[25]. Según la teoría de la "represión financiera" (Shaw, 1973; McKinnon, 1973), las tasas de rentabilidad de los activos financieros bajas o negativas deprimían el ahorro. Se pensaba que las tasas bajas daban lugar a una utilización o asignación del ahorro sumamente ineficiente, que propiciaban la tenencia de activos en divisas y la fuga de capitales, y que inducían a los ahorradores a tener activos materiales improductivos en vez de prestar fondos a los empresarios para su inversión productiva. También se creía que los tipos de interés bajos y la asignación de créditos bajo la dirección del Estado reducían la calidad de las inversiones y aumentaban su intensidad de capital, distorsionando así las estructuras de producción y comercio. También se creía que la falta de competencia entre los bancos causaba deficiencias en la intermediación financiera. La intervención pública en el sistema financiero interno también se consideraba costosa debido a la proporción relativamente alta de préstamos improductivos de los bancos públicos (véase, por ejemplo, Banco Mundial, 1989: 2, 60).

> La orientación sobre políticas de desarrollo destacaba los problemas propios del intervencionismo y las ventajas del *laissez-faire*.

Se esperaba que la eliminación de los límites máximos de los tipos de interés mediante el fomento del ahorro y la captación de recursos para el sistema bancario llevaría a un aumento de la inversión y el crecimiento. Dejando en manos de las fuerzas del mercado la concesión de crédito, sólo se financiarían los proyectos que ofrecieran una rentabilidad superior al tipo de interés del mercado. Se preveía que se acabaría la segmentación del mercado y desaparecería un mercado oficial con costos anormalmente bajos para un grupo de prestatarios privilegiados y otro informal, caro, para el resto. El componente externo de la desregulación financiera consistía en la apertura de los mercados financieros nacionales a bancos extranjeros con miras a aumentar la competencia en el sector bancario y permitir la libre circulación de capitales para atraer el ahorro externo.

> Se esperaba que la eliminación de los límites máximos de los tipos de interés atraería recursos al sistema bancario y aumentaría la inversión.

Las reformas financieras más radicales tuvieron lugar en América Latina. A pesar de la experiencia de los países del Cono Sur[26], donde las primeras reformas a finales de los años setenta y principios de los años ochenta acabaron en crisis monetarias y bancarias, la ausencia de regulación en la asignación de créditos y los tipos de interés libres fueron la norma en la región. En la mayoría de los países se abrió la cuenta de capital, con excepciones parciales en Chile y Colombia, y en los años noventa los bancos extranjeros pudieron ampliar cada vez más sus actividades. En México, los bancos comerciales fueron reprivatizados en 1991-1992, diez años después de su nacionalización en plena crisis de la deuda, y en poco tiempo el número de bancos privados aumentó de 18 a 37.

Varios países latinoamericanos y países con economías en transición trataron también de acelerar el desarrollo de sus mercados de valores, considerados como posible fuente de financiación a largo plazo, relativamente exenta de intervención pública. En muchos países se crearon comisiones de valores y tipos de cambio, se mejoró el marco de regulación y supervisión de la compraventa de valores, y se potenciaron los sistemas de compensación y liquidación (Quispe-Agnoli and Vilán, 2008: 16). Estas reformas se realizaron en un entorno propicio al desarrollo de los mercados de capital. Los precios de las acciones aumentaron rápidamente en varios países a raíz del aumento de la inversión extranjera de cartera, y la deuda pública externa consistente en préstamos bancarios se convirtió en títulos con arreglo al Plan Brady.

Otro elemento esencial de la evolución del mercado de capitales fue la reforma del sistema de pensiones, por la que el sistema público de reparto

fue complementado o sustituido por un sistema de capitalización, de gestión privada. En el nuevo sistema, las contribuciones se acumulaban en fondos privados que serían administrados por instituciones especializadas. Este ahorro forzoso a largo plazo podía invertirse en distintos activos financieros, como depósitos bancarios, títulos y bonos. Si bien el objetivo principal de las reformas de las pensiones era reforzar el sistema de pensiones, también se esperaba un aumento del ahorro a largo plazo, la profundización del mercado de capitales y un mayor crecimiento (Banco Mundial, 1994: 23 y 254)[27].

Muchos países africanos emprendieron reformas financieras en un intento por superar las crisis derivadas de los precios excepcionalmente bajos de los productos básicos.

También se emprendieron reformas financieras similares a las de América Latina en otras regiones. Muchos países africanos las iniciaron en un intento por superar la crisis derivada de un empeoramiento sustancial de su relación de intercambio y de unos precios excepcionalmente bajos de los productos básicos. Esta situación se veía agravada por la falta de diversificación y por el cambio estructural, y la mayoría de los países de la región quedó privada de flujos de capital privado. Al necesitar la asistencia de las instituciones financieras internacionales para financiar sus déficit externos, muchos países africanos emprendieron una amplia liberalización comercial y financiera en el marco de los programas de ajuste estructural (Brownbridge and Harvey, 1998).

A diferencia de América Latina, la liberalización financiera de Asia oriental y sudoriental no respondió a crisis financieras y macroeconómicas; por el contrario, se produjo tras muchos años de crecimiento e industrialización constantes, impulsados por altas tasas de formación de capital. La intervención estratégica del Estado en el sistema financiero, incluido el crédito dirigido y los intereses subvencionados, jugó un papel importante en el éxito del proceso de convergencia de varios países. En la República de Corea los bancos fueron privatizados de manera gradual desde 1981 en adelante, mientras que el Estado siguió siendo propietario de los bancos de desarrollo y la banca especializada. El control de los tipos de interés y la asignación de créditos fue relajándose poco a poco (Amsden and Euh, 1990). La liberalización financiera se aceleró a partir de 1993, e incluyó el abandono de la práctica de la posguerra de controlar los préstamos extranjeros privados[28].

La liberalización financiera en Asia oriental y sudoriental se produjo tras muchos años de crecimiento e industrialización constantes…

Las nuevas economías industrializadas (NEI) de segundo nivel llevaron aún más lejos la liberalización financiera. En Indonesia, el banco central dejó de controlar directamente la asignación de créditos y los tipos de interés a principios de los años ochenta. La liberalización del acceso al mercado en 1988 condujo a una multiplicación de los bancos privados y extranjeros y a un rápido aumento de sus préstamos (Batunanggar, 2002). En Tailandia, la liberalización financiera progresó rápidamente a principios de los años noventa cuando se eliminaron los límites máximos de los tipos de interés y se liberalizaron las transacciones en divisas. La liberalización de las transacciones de capital se amplió con la creación en 1993 de la "Bangkok International Banking Facility" como parte del intento de promoción de Tailandia como centro financiero regional, que también pretendía facilitar el acceso de las empresas nacionales a préstamos externos (Khan, 2004: 10-13). El desarrollo de los mercados de bonos y acciones en las NEI prosiguió con distintas medidas para fortalecer el marco institucional, como la creación de organismos de supervisión, procesos de compensación y liquidación, y mecanismos de información. Más recientemente, varios países han tratado de armonizar esas instituciones y regulaciones de la región para crear un mercado de bonos regional integrado (Eichengreen, Borensztein and Panizza; *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007*, cap. V).

En China las reformas financieras avanzaron con mayor lentitud. Hasta principios de los años ochenta, el Banco Popular de China actuó como banco central y como banco comercial. El primer paso de las reformas financieras fue transferir sus funciones de banco comercial a cuatro bancos, que siguieron siendo de propiedad estatal pero cada cual especializado en la concesión de préstamos a sectores no financieros específicos, a saber, la construcción, la agricultura, la industria y el comercio. Además, se crearon

varios bancos regionales, cooperativas de crédito rurales, cooperativas de crédito urbanas y sociedades fiduciarias y de inversión (Allen, Qian and Qian, 2008). En 1981 empezó a funcionar un mercado de obligaciones, pero hasta el momento no ha asumido un papel importante en la financiación del sector empresarial privado. Las bolsas creadas a principios de los años noventa han sido bastante volátiles y segmentadas y a efectos de la financiación de las empresas y las inversiones todavía no son tan importantes como los beneficios de las empresas y los préstamos bancarios.

Con excepción de Turquía, los países de Asia occidental introdujeron reformas de manera más prudente y gradual, y varios de ellos sólo abrieron parcialmente sus sistemas bancarios a los bancos privados y extranjeros[29]. Paralelamente a éstos, desde finales de los años setenta, varios países de Asia occidental y otros países islámicos han desarrollado la banca islámica[30]. Ésta tiene por objeto aplicar en el ámbito de las finanzas los principios de la *shariah*, que prohíbe el pago de intereses por los préstamos recibidos; los depositarios reciben una parte de los beneficios de los bancos, mientras que los prestatarios pagan una parte de beneficios que en el futuro prevén obtener de las actividades financiadas[31]. Además, se puede cobrar a los prestatarios diversos gastos de transacción.

… sostenidos en varios países por la intervención estratégica del Estado en el sistema financiero.

Al igual que en China, la reforma financiera de las economías en transición formaba parte de un cambio más amplio del sistema económico, que pasó de la planificación central a la asignación de recursos determinada por el mercado. Como primera medida, la mayoría de las economías en transición establecieron un sistema bancario de dos niveles que comprendía un banco central y los bancos comerciales recién creados. En la Federación de Rusia, en los años noventa empezaron a operar cientos de nuevos bancos privados de capital nacional y para 1997 los bancos privados de capital nacional acumulaban más del 50% de todos los activos bancarios. Algunos de los mayores bancos formaban parte de grandes grupos industriales y la mayoría de su negocio se realizaba dentro de esos grupos (Aslund, 1996; Bonin and Wachtel, 2004). En las economías en transición de Asia central, el sistema financiero seguía dominado por los bancos estatales que habían asumido las funciones de las antiguas instituciones financieras soviéticas, de las que principalmente también heredaron una cartera de préstamos improductivos. Prácticamente no existía regulación bancaria y una gran cantidad de bancos seguían siendo pequeños y de capital insuficiente (Bonin and Wachtel, 2002). Las reformas financieras incluyeron la liberalización de los tipos de interés y la apertura de las cuentas de capital. En la mayoría de las economías en transición, las instituciones financieras estatales perdieron importancia a medida que avanzaba la privatización durante los años noventa, mientras que crecían rápidamente las actividades de los bancos extranjeros y algunos bancos privados nacionales.

D. Los resultados de las reformas y la evolución de los mercados financieros

1. Las crisis financieras y la reestructuración del sector bancario

Salvo en contados casos, en los mercados emergentes las reformas financieras se saldaron con el desplome de los mercados y rara vez se alcanzó el objetivo buscado de crear mejores condiciones para financiar las inversiones. Ello se debió en parte a que a menudo las reformas se emprendieron en un momento en que los mercados financieros estaban debilitados a consecuencia del estancamiento y la inestabilidad económicos. También se debió a que la desregulación de los tipos de interés y la actividad financiera por lo general no se acompañó de medidas reforzadas de regulación y supervisión prudenciales, lo cual dejaba margen para que se intensificara la especulación, se asumieran riesgos excesivos y se cometieran irregularidades.

La secuencia típica de los efectos de las reformas financieras consistía en una fase inicial de rápida expansión de las actividades financieras, de creciente vulnerabilidad del sistema a las crisis de los mercados internacionales de capitales y de sobreendeudamiento de los prestatarios nacionales. Cuando este proceso desembocaba en crisis bancarias y monetarias era necesaria una intervención pública de gran envergadura para mitigar el impacto de la crisis en la economía real y rescatar y reestructurar el sistema financiero. La forma en que se manejaron estas crisis moldearon los sistemas financieros de los países afectados tanto como lo había hecho la reforma inicial, especialmente en las economías de mercado emergentes. Además, a raíz de esta experiencia, a partir de finales de los años noventa, muchos países modificaron sus estrategias macroeconómicas y abandonaron la idea de recurrir a la financiación externa para acelerar el crecimiento.

El efecto inmediato de la liberalización financiera en las economías de mercado emergentes fue la subida de los tipos de interés y la proliferación de bancos y otras instituciones financieras. Se observó una rápida expansión del crédito interno, pero a menudo sin la debida evaluación de riesgos. En los países en los que la desregulación del mercado financiero nacional iba aparejada con la liberalización de la cuenta de capital, caso frecuente, este proceso fue alimentado por un rápido incremento de las entradas de capitales, atraídas por los tipos de interés elevados y la consiguiente posibilidad de obtener beneficios a corto plazo. A menudo se subestimaron los riesgos que este proceso entrañaba para los prestatarios al exponerlos a una posible devaluación del tipo de cambio.

> La asignación del crédito cambió considerablemente, pero en muy pocos casos propició las inversiones productivas.

Durante esta fase, la asignación del crédito cambió considerablemente, con variaciones según las particularidades de cada país, pero rara vez propició mayores inversiones productivas. En la mayor parte de los países latinoamericanos los créditos al consumo aumentaron mucho más rápido que los créditos a la inversión pues los elevados tipos de interés desalentaban las inversiones productivas. Al mismo tiempo, con la apreciación del tipo de cambio real aumentó el déficit por cuenta corriente en un período en que la producción nacional crecía lentamente. En Asia oriental y sudoriental era común que los bancos concedieran créditos a los conglomerados o grupos de empresas de los que formaban parte. Ello contribuyó a la sobreinversión en la industria,

como fue el caso en Malasia y la República de Corea, o dio lugar a un auge de la construcción, como ocurrió en Tailandia e Indonesia (Pangestu, 2003: 4-5; Khan 2004: 37-40).

Los elevados costos de financiación redundaron además en una carga del servicio de la deuda más onerosa para los deudores nacionales, con la consecuencia de que muchos de ellos quedaron sobreendeudados y entraron en planes de financiación de tipo "Ponzi" (tomar préstamos para pagar los intereses de deudas anteriores). Esto llevó a un aumento considerable de los préstamos improductivos, y los desfases de monedas en los balances de las instituciones financieras se hicieron cada vez más frecuentes. Cuando las deficiencias del sistema financiero quedaron en evidencia y hubo retiros de depósitos, los bancos se vieron frente a crecientes problemas de liquidez y tuvieron que recortar los préstamos -incluso a prestatarios solventes- lo cual agravó las dificultades financieras del sector no financiero y la desaceleración económica. Al mismo tiempo se redujo el margen para adoptar políticas monetarias orientadas al crecimiento pues los bancos centrales a menudo tenían que elevar los tipos de interés para evitar una devaluación de la moneda y restablecer la confianza entre los inversores internacionales.

Los gobiernos tuvieron que rescatar a las instituciones financieras, con un costo considerable para el erario público.

Aunque las crisis financieras fueron desencadenadas por factores diferentes en cada país, casi siempre obedecieron a cambios en las variables fundamentales de los mercados internacionales de capitales, sumados a un aumento de los déficit por cuenta corriente. Estos déficit se debían a la pérdida repentina de competitividad de los productores nacionales, a su vez resultado de una apreciación del tipo de cambio real. Según los modelos de crecimiento económico basados en el déficit de financiación más comunes, el consiguiente incremento del déficit externo podría haberse interpretado como señal de que había un volumen cada vez mayor de ahorro externo disponible para estimular la inversión. Antes bien, los inversores internacionales se dieron cuenta tarde o temprano de que en realidad se trataba de un síntoma de debilidad, y esta percepción ocasionó una interrupción brusca de las entradas de capitales y fuertes devaluaciones monetarias que provocaron un incremento inmediato de las obligaciones de servicio de la deuda. Mientras que los elevados tipos de interés, las políticas fiscales restrictivas -a menudo respaldadas por los programas de estabilización del FMI- y la pronunciada reducción de la demanda interna condujeron a la recesión, la devaluación del tipo de cambio sentó las bases para una inversión del balance por cuenta corriente y su posterior recuperación (véase también la sección D del capítulo III).

En la mayor parte de las economías de mercado emergentes que completaron el ciclo antes descrito, a los gobiernos y los bancos centrales no les quedó otra alternativa que intervenir para rescatar a las instituciones financieras y reestructurar el sistema financiero, por lo general con un costo considerable para el erario público. En México, por ejemplo, el Banco Central se propuso rescatar el sistema bancario mediante inyecciones de liquidez y la compra de préstamos dudosos, y entre 1994 y 2000 intervino en 15 bancos. En la Argentina, a raíz de la crisis bancaria de 1995, el Banco Central retomó su papel de prestamista de última instancia[32] y estableció dos fondos fiduciarios para respaldar la recapitalización o la transferencia de los bancos privados en dificultad y financiar la privatización de los bancos de propiedad de los gobiernos provinciales (Calcagno, 1997: 78-79).

De manera análoga, en el Brasil el Gobierno empezó en 1995 a hacerse cargo de los préstamos dudosos de diferentes bancos privados y a financiar su adquisición por otros bancos. Además, los bancos públicos, muchos de los cuales no podían recuperar los préstamos otorgados al Estado, fueron reestructurados y 12 de ellos fueron privatizados entre 1997 y 2005 (Freitas, 2007). Los elevados gastos del Gobierno central destinados al rescate y la reestructuración de los bancos, estimados en alrededor del 11% del PIB de 1998, fueron uno de los factores principales que contribuyeron al incremento de la deuda pública interna. Sin embargo esta intervención temprana para hacer frente a los problemas de solvencia del sector bancario probablemente permitió evitar que se produjera una crisis bancaria más grave cuando se desató la crisis monetaria en 1999. Ésta fue el resultado de una interrupción brusca de las entradas de capitales debida al contagio de la crisis financiera de Asia oriental a finales de los años noventa y a la expansión del déficit por cuenta corriente (Sáinz and Calcagno, 1999: 28).

Cuadro 4.2

CUOTA DE MERCADO DE LOS BANCOS, CLASIFICADOS POR RÉGIMEN DE PROPIEDAD, EN DETERMINADAS ECONOMÍAS, 1994-2007

(Porcentaje del total de activos bancarios)

	Bancos públicos[a]			*Bancos nacionales privados*			*Bancos extranjeros*		
	1994-1995	*2000-2001*	*2006-2007*	*1994-1995*	*2000-2001*	*2006-2007*	*1994-1995*	*2000-2001*	*2006-2007*
Argentina	37,8	29,3	40,1	42,9	19,8	32,3	19,3	51,0	27,6
Azerbaiyán	79,1	59,4	51,0[b]	..	36,1	42,9[b]	..	4,5	6,1[b]
Brasil	51,9	34,6	29,5	40,0	36,5	48,4	8,1	28,9	22,2
Georgia	58,4	0,0	0,0[b]	38,6	84,1	13,1[b]	3,0	15,9	86,9[b]
India[c]	83,8	76,9	69,2	8,9	15,7	23,4	7,3	7,4	7,4
Indonesia	..	52,8	45,3	..	38,8	45,3	..	8,4	9,4
México	28,5[d]	25,2	14,2	60,3[d]	25,9	16,6	11,2[d]	49,0	69,3
Pakistán	92,0[e]	53,2	41,2	0,0[e]	30,3	47,1	8,0[e]	16,5	11,6
República de Corea[f]	31,1[d]	42,9	41,8	60,0[d]	43,0	26,6	8,9[d]	14,1	31,6
Serbia	94,4	79,5	14,9[b]	5,4	13,7	6,4[b]	0,2	6,9	78,7[b]
Tailandia	12,8[g]	35,5	35,0	78,0[g]	49,3	50,5	9,2[g]	15,2	14,6
Turquía	..	44,7	31,9	..	49,6	55,7	..	5,7	12,4
Ucrania	13,5[d]	11,9	8,9[b]	78,3[d]	76,6	56,1[b]	8,2[d]	11,6	35,0[b]

***Fuente*:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en fuentes nacionales, y Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, *Structural Change Indicators*.

a Los bancos públicos incluyen: en el Brasil, la Caixa Econômica Federal; en la India, el State Bank of India y sus asociados y bancos nacionalizados; en la República de Corea, los bancos cooperativos especializados; en Tailandia, las instituciones financieras especializadas; y en México, los bancos de desarrollo.

b *2006.*

c La denominación "bancos nacionales privados" engloba a los bancos rurales regionales.

d 1997.

e 1990.

f En la denominación "bancos extranjeros" se incluye al Grupo Shinhang, que pertenece en parte a capitales privados nacionales.

g 1996.

En la República de Corea, el costo de la intervención del Gobierno, que consistió en la compra de los préstamos improductivos, reembolsos relacionados con depósitos bancarios y la recapitalización de instituciones financieras nacionales, ascendió a la cuarta parte del PIB anual medio en el período 1997-2007 (Banco de Corea, 2007)[33]. Muchos bancos privados cerraron y otros se fusionaron, con lo que aumentó la cuota de mercado de los bancos extranjeros y los bancos públicos: en 2006 más del 40% del total de los activos bancarios estaba en manos de éstos últimos. Asimismo, en Tailandia, el sector público adquirió los préstamos dudosos, inyectó fondos en el sistema bancario y pasó a controlar los bancos en dificultad, algunos de los cuales fueron posteriormente privatizados, mientras que otros permanecieron en manos del Estado. En 2006, la participación de las instituciones financieras del sector público en el mercado de capitales aumentó al 35%. Mientras tanto, la reestructuración financiera también provocó una reducción drástica de las actividades de las instituciones financieras no bancarias y un aumento de la participación de los bancos extranjeros en el sistema financiero (cuadro 4.2)[34].

En Indonesia, donde a finales de 1997 casi la mitad del total de los préstamos bancarios se habían convertido en préstamos improductivos (Batunanggar 2002: 9), los recursos públicos destinados al sector bancario para fines de recapitalización y mantenimiento de la liquidez ascendían en diciembre de 2000 a alrededor del 50% del PIB de un año[35]. Aunque el número de bancos se redujo drásticamente, la intervención del Estado ayudó a varios bancos grandes,

privados y públicos, a sobrevivir, de modo que la estructura de la propiedad en el sistema bancario cambió mucho menos que en otros países (cuadro 4.2).

De manera análoga, en Turquía, donde el número de bancos también había aumentado rápidamente tras la liberalización y desregulación del sistema financiero, el Gobierno tuvo que socorrer al sistema bancario cuando éste se vio amenazado por una crisis financiera. Frente a los problemas financieros de los bancos públicos y privados debido a los efectos combinados de las salidas de capitales, la subida de los tipos de interés y, por último, la devaluación de la moneda, el Tesoro emitió bonos a favor de los bancos estatales para hacer frente a las pérdidas que éstos sufrían. También respaldó la recapitalización de los bancos privados que, luego de declararse insolventes, pasaron a ser gestionados por el Fondo de Seguro de Depósitos de Ahorro. En total, a principios de 2001, se inyectó en el sistema bancario una suma equivalente al 25% del PIB aproximadamente (BDDK, 2001).

A principios de los años noventa, China atravesó una crisis monetaria que llevó a una brusca devaluación del tipo de cambio real pero salió indemne de la crisis financiera asiática. Aunque el país no sufrió una crisis bancaria abierta, su sistema bancario acumuló una cantidad significativa de préstamos improductivos como consecuencia de la imprudencia de los bancos estatales al conceder préstamos a las empresas públicas. A mediados de los años noventa, los préstamos improductivos representaban, según estimaciones prudentes, el 25% del total de los préstamos bancarios (Yu, 2008), por lo que el Gobierno tuvo que enfrentar los problemas de solvencia del sector bancario e intervenir activamente en su reestructuración. En este contexto, el Banco Central recapitalizó los cuatro grandes bancos estatales y creó cuatro empresas de gestión de activos que adquirirían los préstamos improductivos de los bancos, reestructurarían las empresas sobreendeudadas y luego venderían sus acciones en la bolsa[36]. Los bancos comerciales más pequeños y las cooperativas de crédito rural también podían canjear préstamos dudosos por valores emitidos por diferentes entidades públicas, incluido el Banco Central. Una vez restablecidas la solvencia y la rentabilidad de los principales bancos, se abrió su capital a inversores extranjeros a quienes se permitió una participación minoritaria de hasta el 20%. El objetivo era acercar la gestión y el desempeño de los bancos locales a las normas internacionales. Aunque las reformas y la reestructuración financieras han cambiado drásticamente la estructura financiera de China, creando nuevos agentes y mercados, su sistema bancario sigue estando dominado por los bancos estatales, y el Banco Central sigue fijando los tipos de interés de referencia para los depósitos y los préstamos.

A pesar de las reformas financieras el sistema bancario en China sigue dominado por los bancos estatales...

... y el Banco Central sigue fijando los tipos de interés de referencia para los depósitos y los préstamos.

Al igual que en Asia oriental, la crisis financiera de la Federación de Rusia fue una combinación de crisis bancaria y crisis monetaria causada por una exposición excesiva al riesgo cambiario y a créditos financiados con préstamos externos y entradas de capitales extranjeros. No obstante, los desequilibrios macroeconómicos y las deficiencias estructurales e institucionales fueron mucho más determinantes en este país que en los de Asia oriental. Los bancos rusos habían financiado sus compras de grandes cantidades de valores del tesoro contrayendo préstamos en dólares y esa operación de arbitraje les redituó considerables ganancias, pues había un gran diferencial entre los tipos de interés rusos y extranjeros. Cuando el Gobierno federal declaró el incumplimiento de sus obligaciones dimanantes de su deuda interna debido a la erosión de sus ingresos, y tras la subida de los tipos de interés nacionales para defender el rublo tras la crisis asiática, muchos bancos nacionales quedaron en la insolvencia. También en este caso, el sector bancario fue sometido a una reestructuración completa tras la crisis. El Banco Central dio respaldo a los bancos más pequeños mediante créditos de estabilización y el Gobierno fomentó las fusiones y adquisiciones de bancos insolventes por bancos más grandes a fin de asegurar la estabilidad del sistema (Bonin and Wachtel, 2002).

De resultas de las operaciones de rescate y la reestructuración, en la mayoría de las economías en desarrollo y transición se intensificó la concentración del sector bancario y aumentó la cuota de mercado de los bancos extranjeros, especialmente en

América Latina (cuadro 4.2). En México, por ejemplo, los bancos extranjeros detentaban menos del 0,5% del total de los activos bancarios en 1993, pero en diciembre de 2007 el porcentaje había alcanzado el 70% (Banco de México, 2007). En el Brasil el porcentaje de los activos bancarios totales pertenecientes a bancos extranjeros pasó del 7,5% en 1994 al 30% en 2001, pero disminuyó en los últimos años, tras la adquisición de algunos bancos extranjeros por bancos nacionales privados. En la Argentina, la influencia y la cuota de mercado de los bancos extranjeros aumentaron vertiginosamente después de la crisis de 1995, proceso que fue favorecido por el régimen de convertibilidad. A mediados de 1997, sólo uno de los diez bancos privados principales seguía siendo de propiedad argentina. Además, el número de bancos públicos descendió de 33 en 1994 a 12 en 2007 y las cooperativas bancarias desaparecieron casi por completo. Sin embargo, tras el derrumbe del régimen de convertibilidad en 2001, los bancos extranjeros dejaron de ser vistos como refugios seguros y su cuota de mercado, que superaba el 50% en 2000, se redujo a la mitad en 2007. También en el Brasil se observó una reducción de la proporción de bancos públicos, pero los bancos controlados por el Gobierno federal siguen teniendo una cuota de mercado significativa (cuadro 4.2). En la Federación de Rusia el número de bancos disminuyó de 2.029 en 1996 a 1.089 en 2006. En otras economías en transición se emprendieron reformas similares a las que habían provocado una disminución considerable del número de bancos[37]. En ese proceso, aumentó considerablemente la importancia de los bancos extranjeros: en 2006 controlaban el 12% del total de los activos bancarios en la Federación de Rusia, el 35% en Ucrania y porcentajes mucho más elevados en otras economías en transición[38].

Varios países africanos también se vieron afectados por graves crisis bancarias en los años ochenta y noventa[39]. Al no existir mecanismos adecuados de supervisión y regulación del sector bancario, éstas fueron desencadenadas sobre todo por los trastornos graves de la relación de intercambio producidos en el período 1985-1992, lo cual provocó una recesión y dificultades en materia de servicio de la deuda externa (Daumont, Le Gall and Leroux, 2004)[40]. En los Estados miembros de la zona del franco CFA (Communauté financière africaine), la apreciación de la moneda exacerbó los efectos negativos de la relación de intercambio desfavorable (Hoffmaister, Roldós and Wickham, 1997). Estas crisis también derivaron en operaciones de rescate que tuvieron un elevado costo para el erario público: en general los costos superaron el 10% del PIB y en Côte d'Ivoire alcanzó el 25% a fines de los años ochenta. En África, la respuesta a estas crisis no consistió en general en un cambio de rumbo de las tendencias liberales anteriores sino más bien en la continuación de las reformas e incluso su aceleración, con arreglo a programas de ajuste estructural. Este proceso supuso grandes cambios en el sector bancario de la mayor parte de los países africanos, en particular con respecto a la estructura de propiedad. Honohan y Beck (2007) estiman que hoy en día sólo el 7% de los bancos africanos son de propiedad estatal, en comparación con el 12% en otros países en desarrollo, y que alrededor del 45% de los bancos africanos son de propiedad extranjera, en comparación con el 30% en los demás países en desarrollo. Si se considera el porcentaje de los activos totales que controlan, el peso de los bancos extranjeros es aún mayor. El grado de concentración de la banca africana es también considerablemente más elevado que en otras regiones. Según Honohan y Beck (2007: 41), en los 22 países para los cuales se disponía de datos, la cuota de mercado de los tres bancos principales en los últimos años ha sido en promedio el 73%, mientras que en el resto del mundo ha sido del 60%. Así pues, el resultado de la liberalización del sector financiero en los países africanos ha sido un aumento del grado de concentración de la banca, que obedece a la disminución del número y la influencia de los bancos nacionales privados y públicos, por una parte, y a la predominancia cada vez mayor de los bancos de propiedad extranjera, por otra.

En general, a pesar de la importante intervención del Estado en la reestructuración del sistema bancario y el mayor grado de influencia de los bancos extranjeros en la mayor parte de los países que liberalizaron y desregularon su sector financiero, el entorno sigue siendo desfavorable para la financiación de las empresas y las inversiones. El acceso al crédito sigue segmentado y los costos de financiación siguen elevados, contradiciendo las previsiones de que con las reformas financieras aumentaría la competencia y bajaría el costo del crédito.

2. La evolución del crédito bancario

Expresado en porcentaje del PIB, el crédito bancario al sector privado ha aumentado desde principios de los años noventa en todas las regiones excepto en África (cuadro 4.3). Alcanzó su nivel máximo en Asia oriental y sudoriental, aunque disminuyó

Cuadro 4.3

CRÉDITOS BANCARIOS CONCEDIDOS AL SECTOR PRIVADO EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR REGIÓN, 1990-2007

(Mediana en porcentaje del PIB)

	1990-1992	*1996-1998*	*2004-2007*
América del Sur	17,9	26,6	21,2
América Central	12,9	18,2	30,2
Asia meridional	14,0	21,8	28,4
Asia oriental y sudoriental	45,3	54,6	50,5
Asia occidental	27,3	33,5	35,4
África	12,8	9,8	12,3
Economías en transición	..	5,6	22,9

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en el banco de datos *International Financial Statistics,* del FMI.
Nota: En América del Sur está incluido México y en América Central están incluidos la República Dominicana y Haití.

tras la crisis financiera que vivió la región a finales de los años noventa. En China, Malasia, la República de Corea y Singapur los préstamos al sector privado han superado el 90% del PIB (gráfico 4.2). Los préstamos al sector privado se han situado por debajo del 25% del PIB sólo en algunos países de bajos ingresos de la región en los que el sector bancario es muy pequeño, y también en Indonesia y Filipinas, donde el crédito bancario no se ha recuperado de la crisis financiera de 1998.

En América del Sur y Central, el crédito al sector privado, que a principios de los años noventa se situaba en niveles bajos[41], aumentó durante el último decenio, aunque debido a las crisis bancarias (abordadas en la subsección anterior) la expansión del crédito no pudo mantenerse. En los años noventa, muchas economías de mercado emergentes de América Latina y Asia oriental y sudoriental siguieron una tendencia similar, en que la concesión de créditos bancarios al sector privado se caracterizó por ciclos de expansión y contracción, siendo las principales excepciones Chile, China y la República de Corea (gráfico 4.2). Las crisis bancarias de México (1995), Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, el Brasil (1999), Turquía, la Argentina (2001), el Uruguay (2002) y la República Dominicana (2003) provocaron reducciones significativas del crédito al sector privado. Lo mismo ocurrió en el Camerún, Côte d'Ivoire y Benin (Daumont, Le Gall and Leroux, 2004). El crédito al sector privado no ha vuelto a repuntar en ninguno de estos países, salvo en Turquía. En cambio, en los países de Asia meridional y las economías en transición, los préstamos bancarios al sector privado han seguido una tendencia al alza que se ha mantenido desde principios de los años noventa.

Se considera que en los países africanos las principales dificultades del sector financiero estriban en el tamaño limitado del mercado, el alto grado de informalidad y las deficiencias de la gobernanza (Honohan and Beck, 2007). Las economías más adelantadas de África del norte y África meridional (Argelia, Egipto, Marruecos y Túnez, así como Sudáfrica y Namibia) y las economías más grandes de África oriental y occidental (Kenya y Nigeria) tienen sectores financieros más desarrollados y diversificados, incluidos bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y mercados de capitales. La mayoría de los países de África subsahariana no tienen mercados de capitales, o esos mercados son muy reducidos, y las instituciones financieras no bancarias son pocas, de modo que el crédito bancario constituye prácticamente la única fuente externa de financiación de las inversiones con que cuentan las empresas (véase por ejemplo Senbet, 2008). El FMI estima que de una muestra de 25 países africanos para los cuales se disponía de datos, en 10 países los bancos detentaban el 90% o más del total de los activos del sistema financiero y en 15 países este porcentaje era del 70% o más en años recientes también (Quintyn, 2008). Sin embargo, en África en su conjunto, el crédito bancario al sector privado sigue siendo muy escaso y en muchos países no llega ni al 10% del PIB. En Namibia, Marruecos, Sudáfrica y Túnez y en algunos pequeños Estados insulares es considerablemente superior al promedio.

En las economías en transición, desde mediados de la década de 1990, el crédito bancario al sector privado ha aumentado más rápido que en los países desarrollados, de forma paralela a la expansión del sector privado, pero sigue siendo relativamente bajo.

En varios países la disminución del crédito al sector privado expresado en porcentaje del PIB se acompañó de una expansión del crédito al gobierno central (gráfico 4.2). De hecho se ha observado que en la mayor parte de las economías de mercado emergentes la proporción de valores públicos en los activos bancarios es mucho mayor que en las economías con mercados de capitales más maduros. Esto se debe en parte a la forma en que los gobiernos

Gráfico 4.2

CRÉDITOS BANCARIOS CONCEDIDOS A LOS SECTORES PRIVADO Y PÚBLICO EN DETERMINADOS PAÍSES, 1990-2007

(Porcentaje del PIB)

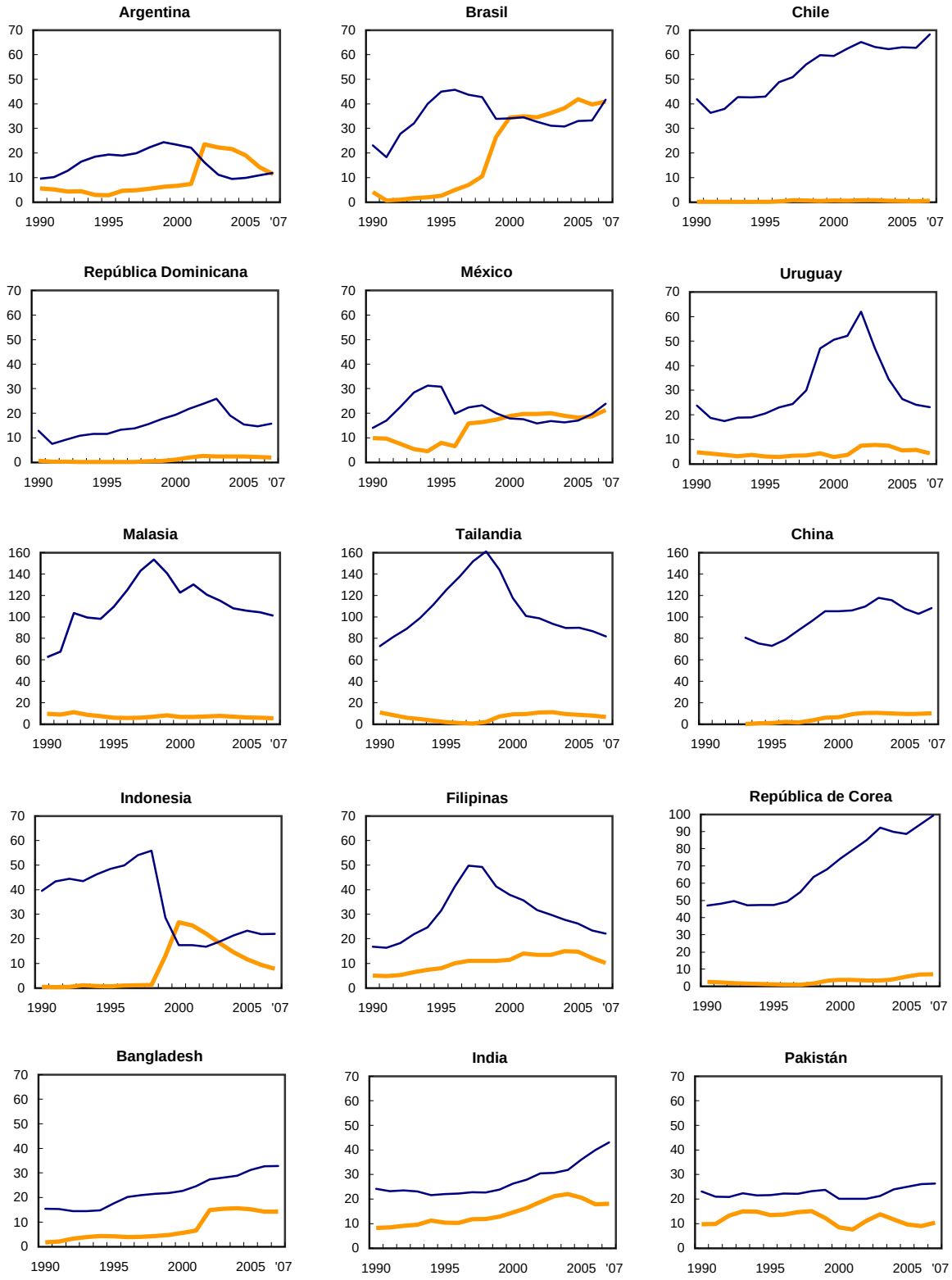
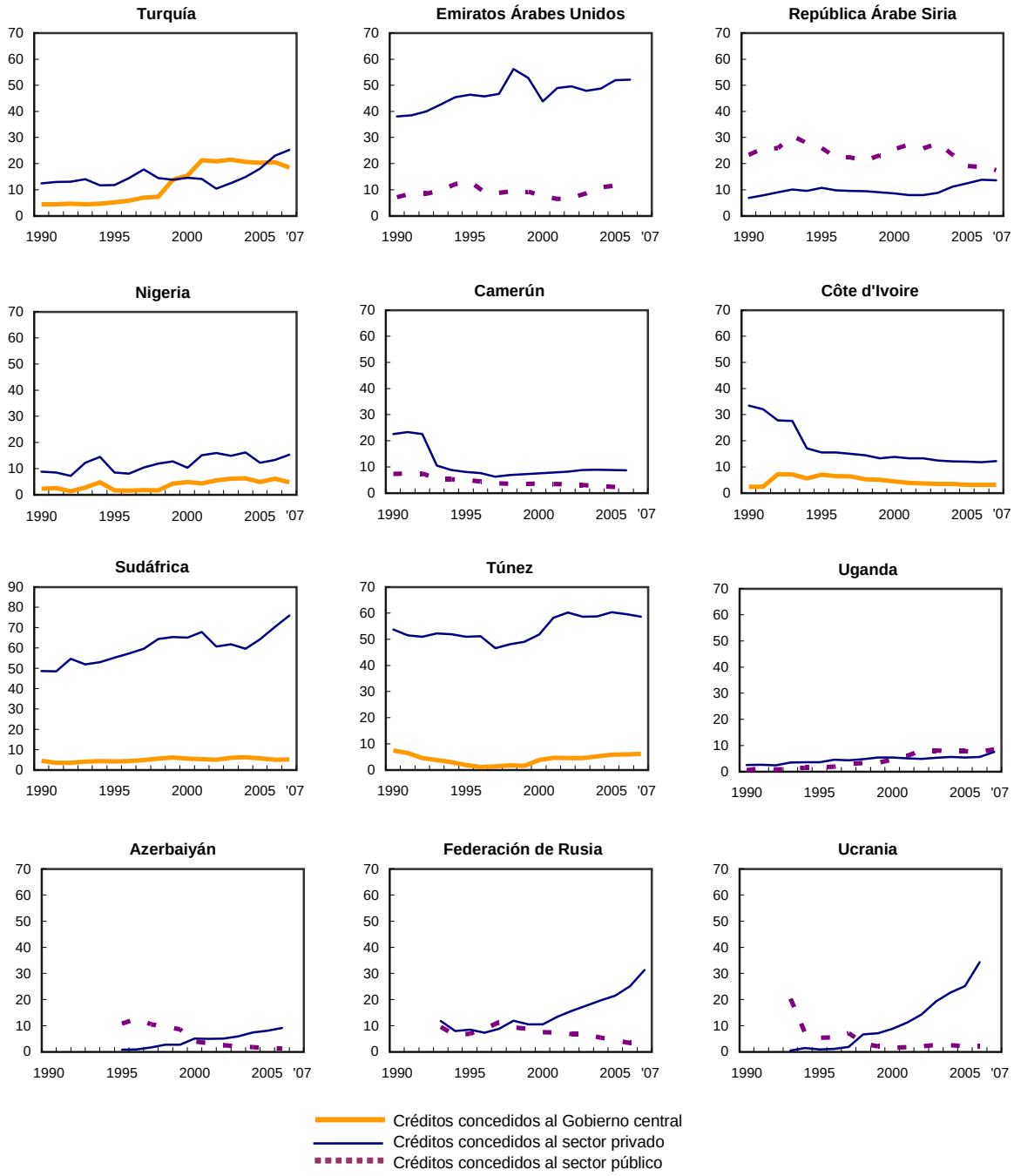


Gráfico 4.2 (conclusión)

CRÉDITOS BANCARIOS CONCEDIDOS A LOS SECTORES PRIVADO Y PÚBLICO EN DETERMINADOS PAÍSES, 1990-2007

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en el banco de datos *International Financial Statistics*, del FMI, y en fuentes nacionales.

Nota: En el caso de China, los créditos al sector privado comprenden los otorgados a empresas de propiedad estatal y a los gobiernos regionales.

han reaccionado ante la crisis: algunos de ellos se hicieron cargo de los préstamos fallidos concedidos por los bancos y los sustituyeron por valores públicos, como fue el caso en Indonesia y en México, o indemnizaron a los bancos por las pérdidas causadas por las crisis mismas, como en la Argentina y en Turquía[42]. El aumento del porcentaje del crédito al sector público con respecto al total de los activos del sistema bancario también se debió a una contracción del crédito en el sector privado y a la emisión simultánea de nueva deuda pública con el fin de hacer frente a los costos fiscales de la crisis, deuda que en parte fue comprada por los bancos. El hecho de que el crédito al gobierno central siguiera siendo un componente importante de los activos bancarios varios años después de la crisis parece indicar un comportamiento más prudente de los bancos al conceder préstamos, con una tendencia a preferir los créditos de bajo riesgo.

Desde principios de los años noventa en muchas economías de mercado emergentes se ha observado una marcada tendencia al aumento de los préstamos a los hogares para fines de consumo y vivienda, a costa del crédito a los sectores productivos, en particular el sector manufacturero (cuadro 4.4). Este rápido aumento se debe en parte a la liberalización financiera, que eliminó las restricciones al crédito al consumo y una reducción del crédito que hasta entonces se había destinado a los sectores manufactureros y la agricultura. Por otro lado, la mayor apertura a la instalación de bancos extranjeros permitió la llegada de prestamistas con amplia experiencia en materia de créditos al consumo (FMI, 2006: 48, 60). Además, al aumentar el crédito a los hogares, los bancos podían esperar mayores ingresos asumiendo menos riesgos. Esta paradoja se explica por el hecho de que los consumidores tienden a estar dispuestos a pagar tipos de interés elevados porque no comparan el costo del crédito con la tasa de rentabilidad prevista de un proyecto financiado con esos recursos; al mismo tiempo, los préstamos a los hogares se caracterizan por índices de impago más bajos y cuando hay pérdidas, suelen ser menores y más previsibles que las que se derivan de préstamos más grandes a las empresas (FMI, 2006: 47).

Esta evolución está en contradicción con los dos objetivos principales de las reformas financieras: incrementar el ahorro de los hogares e incentivar la asignación del crédito a los fines más productivos. En el informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial de 2006 (*Global Financial Stability Report 2006*), se advertía que la rápida expansión del crédito a los hogares "podía agravar los problemas de consumo excesivo, los desequilibrios por cuenta corriente y los ciclos de altibajos en el mercado inmobiliario. Si el crédito se financia predominantemente con las entradas de capital externo, puede aumentar la vulnerabilidad a las interrupciones repentinas y las crisis financieras" (FMI, 2006: 69).

Debido a la relativa disminución del crédito bancario a los sectores productivos, es más difícil para éstos realizar las inversiones necesarias para aumentar su productividad y competir satisfactoriamente en un entorno económico cada vez más abierto. En particular, la financiación bancaria de la agricultura es muy reducida en los países en que probablemente sea más necesaria: en una muestra de países africanos la proporción del crédito destinado a la agricultura es sistemática y considerablemente más bajo que la contribución del sector al PIB y al empleo (gráfico 4.3). En promedio, los préstamos a la agricultura constituyen alrededor del 8% del total de los créditos bancarios en esa muestra de economías africanas, si bien ese sector genera la cuarta parte del total del valor añadido y el 60% del empleo -y hasta el 80% en varios países subsaharianos.

En muchas economías de mercado emergentes, la concesión de créditos bancarios al sector privado se caracterizó por ciclos de expansión y contracción.

Las tendencias actuales de la asignación del crédito en los diferentes sectores guardan relación con algunos indicadores básicos del sistema bancario. Los tipos de interés reales en las economías en desarrollo y en transición son considerablemente más altos que en los países desarrollados, a pesar de una tendencia a la baja observada en los últimos cinco años (recuadro 4.1). Los tipos de interés reales elevados desalientan la demanda de crédito para actividades productivas, en la que debe compararse el costo de financiación con las ganancias que se prevén obtener de la actividad en cuestión. Por lo general los hogares y el Estado no se guían por esa comparación.

Los tipos de interés reales de los préstamos son particularmente elevados en América del Sur, en África subsahariana y en las economías en transición; entre 2003 y 2007 se situaron en una media de alrededor del 10%. En Asia, la media es la mitad de

Cuadro 4.4

COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO EN DETERMINADAS ECONOMÍAS, 1990, 2000 Y 2007

(Porcentaje del total)

	Sector primario			*Sector manufacturero*			*Comercio mayorista y minorista*			*Hogares*			*Otras actividades del sector privado*		
	1990[a]	*2000*	*2007*	*1990[a]*	*2000*	*2007*	*1990[a]*	*2000*	*2007*	*1990[a]*	*2000*	*2007*	*1990[a]*	*2000*	*2007*
Argentina	10,1	10,4	13,1	31,9	15,3	18,9	8,1	9,0	6,9	20,8	29,7	32,5	29,1	35,6	28,6
Brasil	11,3	8,8	9,9	26,8	27,9	23,1	10,7	10,3	10,6	35,8	38,0	39,8	15,4	15,0	16,6
Chile	14,8	6,6	5,3	17,1	11,1	6,1	19,8	12,0	11,1	18,9	29,9	36,6	29,4	40,4	40,9
Egipto	8,8	2,4	1,8	31,7	34,1	35,9	27,4	22,8	17,7	2,8	12,8	16,4	29,3	27,9	28,2
Federación de Rusia	..	1,7	6,9	..	33,0	13,7	..	18,1	18,2	..	6,4	27,4	..	40,8	33,8
Gabón	21,1	13,6	..	8,7	1,1	..	15,3	17,6	..	15,4	33,8	..	39,5	33,9	..
India	12,1	11,0	12,5	45,0	42,3	27,6	13,9	15,6	9,9	9,3	11,2	23,3	19,7	19,9	26,7
Indonesia	8,3	10,0	8,2	29,7	40,8	20,5	21,9	16,9	21,7	9,8	15,3	28,3	30,3	17,0	21,3
Kuwait	0,4	1,7	0,4	4,9	6,1	5,3	19,0	15,0	9,4	26,4	36,1	35,2	49,3	41,1	49,7
Namibia[b]	..	9,7	6,7	..	5,4	1,8	..	4,8	4,1	..	44,1	54,9	..	36,0	32,5
Tailandia	7,2	3,1	1,9	25,1	28,7	25,2	28,3	20,1	16,3	10,6	11,1	30,4	28,8	37,0	26,2

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de los bancos centrales nacionales y FMI, *Financial System Stability Assessments Country Report*, varios años.

Nota: Las "otras actividades del sector privado" son el sector de la construcción, el suministro de electricidad, gas y agua y otros servicios.

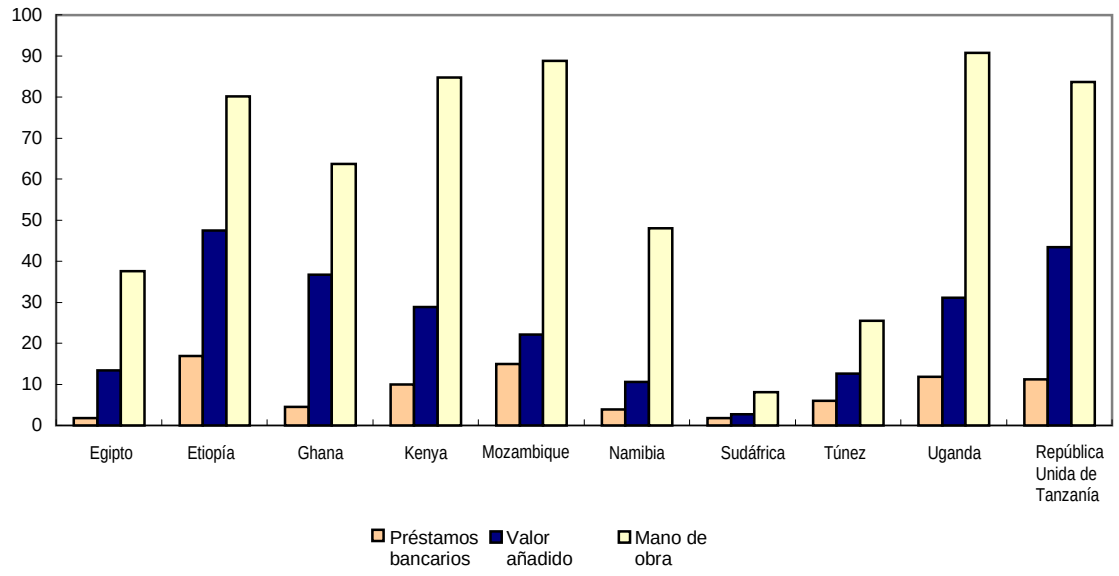
a 1995 en el caso del Brasil, 1991 en el caso de Egipto, 1997 en el caso del Gabón y la India y 1996 en el caso de Indonesia.

b Los datos corresponden a 2001 y 2005.

Gráfico 4.3

TOTAL DE PRÉSTAMOS BANCARIOS, VALOR AÑADIDO Y MANO DE OBRA CORRESPONDIENTES A LA AGRICULTURA EN ALGUNAS ECONOMÍAS AFRICANAS

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de los bancos centrales nacionales; FMI, *Financial System Assessment Report*, varios años; y base de datos *UNCTAD Handbook of Statistics*.

Nota: Datos correspondientes al último año disponible: 2002 en el caso de Kenya, Mozambique, Uganda y la República Unida de Tanzanía; 2005 en el de Namibia, Sudáfrica y Túnez; 2006 en el caso de Egipto y Etiopía; y 2007 en el de Ghana.

su valor. En las economías de mercado emergentes de Asia los tipos de interés de los préstamos suelen ser inferiores a la media regional, mientras que en las economías de renta baja suelen situarse por encima de ella. Los tipos de interés activos reales elevados se deben al amplio margen existente entre los tipos activos y pasivos y no al nivel de los tipos pasivos reales que en las economías en desarrollo y en transición son ligeramente inferiores a los de los países desarrollados (es decir, casi nulos o ligeramente negativos) (cuadro 4.5). En cierta medida, los amplios márgenes de intermediación financiera en África, América Latina y las economías en transición quizás se deban al hecho de que los costos bancarios unitarios suelen ser más altos en los países en que la ratio de los préstamos respecto del PIB es baja. Los márgenes de intermediación son más bajos en Asia y el Caribe, donde esa proporción es más alta. En África en particular, la amplitud de los márgenes de intermediación se atribuye en general a que el nivel de riesgos es más alto, aunque también se debe a que la tasa de rentabilidad de los activos es más alta en África, América Latina y las economías en transición, lo cual significa que los mayores costos bancarios no absorben la totalidad del margen. Además, la alta y creciente rentabilidad de los bancos es señal de que a menudo es la falta de competencia real, y no únicamente el mayor nivel de riesgo o los elevados costos de funcionamiento, la que permite a los bancos imponer tipos de interés reales relativamente altos[43].

Las crisis recientes han demostrado los riesgos a que se expone el sistema bancario cuando pretende conseguir una gran rentabilidad con diferenciales amplios y tipos activos altos. Esta búsqueda de rentabilidad alta puede haber llevado a una mala selección de empresarios (ya que sólo los especuladores o las empresas que ya están en dificultades toman préstamos a tipos de interés muy altos) y a la acumulación de préstamos fallidos en el activo de los bancos. Sin embargo, los bancos necesitaban conseguir una gran rentabilidad para contrarrestar la pesada carga de préstamos improductivos con que habían comenzado el nuevo milenio (cuadro 4.6). El crecimiento relativamente

Cuadro 4.5

INDICADORES DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA EN DETERMINADAS REGIONES, 1995-2007

(En porcentaje)

	Tipo de interés real de los depósitos			*Tipo de interés real de los préstamos*			*Diferencial del tipo de interés real*		
	(1)			*(2)*			*(2) - (1)*		
	1995-1997	*1998-2002*	*2003-2007*	*1995-1997*	*1998-2002*	*2003-2007*	*1995-1997*	*1998-2002*	*2003-2007*
Economías desarrolladas	0,5	1,4	0,4	6,2	5,7	4,0	5,7	4,3	3,5
Economías en transición	-1,2	1,4	0,0	22,1	14,1	10,3	23,4	12,6	10,3
Economías en desarrollo	0,8	2,4	-0,3	10,3	11,5	8,2	9,2	9,1	8,4
de las cuales:									
África	-0,4	2,6	0,7	9,7	13,3	10,2	9,3	10,6	9,4
de las cuales:									
África subsahariana, excluida Sudáfrica	-1,0	2,3	0,6	10,3	13,9	10,7	10,1	11,6	10,0
América Latina	0,9	3,3	-0,7	12,8	13,9	9,0	11,9	10,6	9,7
de las cuales:									
Caribe	1,2	2,2	-0,2	8,8	9,6	6,7	7,6	7,4	7,0
América Central	-2,6	2,6	-2,9	7,8	13,2	9,3	10,4	10,6	12,2
América del Sur	2,8	5,2	0,0	21,5	20,1	11,9	18,7	14,9	11,9
Asia	1,8	1,2	-0,7	7,9	7,1	5,3	6,1	5,8	5,9
de las cuales:									
Asia oriental y sudoriental	3,2	0,8	-0,2	9,8	6,2	5,6	6,5	5,3	5,8
Partida pro memoria:									
Economías emergentes de Asia	3,1	3,3	0,1	6,2	6,9	4,1	3,0	3,6	4,0
Otras economías de Asia	1,1	0,1	-1,1	8,8	7,1	5,9	7,7	7,0	7,0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, según la base de datos de *International Financial Statistics* del FMI.

rápido de los ingresos en los últimos años, debido a un entorno externo particularmente favorable, y el aumento del volumen de los créditos contra los gobiernos y los hogares han permitido mejorar la solvencia de los bancos. Pero con tipos de interés altos, aumenta el riesgo de que con un deterioro del entorno externo, debido a la desaceleración del crecimiento global o a una recesión, empeoren una vez más las carteras de préstamos de los bancos. Por lo tanto, los propios bancos estarían protegiéndose si redujeran los márgenes de interés y los tipos de interés activos, acordes con unos tipos de interés más bajos en general.

3. Mercados de capitales

Una de las características de los programas de reforma de varias economías de mercado emergentes ha sido el dar mayor participación a los mercados de capitales en el sistema financiero. Por ser una posible fuente de financiación a largo plazo, esos mercados pueden satisfacer la necesidad de financiación para la inversión en negocios que los bancos suelen dejar de lado. Se consideran un complemento más que un sustituto del sistema bancario, especialmente porque los bancos aseguran las emisiones de bonos, conceden créditos puente y proporcionan canales de distribución de los bonos y las acciones, forman parte de la red primaria de agentes y también pueden favorecer la liquidez de los mercados secundarios (Eichengreen, Borensztein and Panizza, 2006: 10).

Desde principios de los años noventa, los mercados de capitales de las economías en desarrollo y en transición se han expandido, pero siguen siendo insignificantes en la mayoría de los países de bajos ingresos, especialmente en el África subsahariana. La capitalización de los mercados bursátiles aumentó notablemente (aunque de manera inestable) en todas

Recuadro 4.1

TENDENCIAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS, INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

En el sistema bancario de los países desarrollados la relación entre los distintos tipos de interés es estable. El tipo más bajo es el que cobra el banco central a los bancos, que por lo general se sitúa entre un 1 y un 2,5% por encima del índice de inflación, según la orientación de la política monetaria. El tipo de interés que pagan los bancos sobre los depósitos puede ser levemente superior o inferior al tipo de interés del banco central, según sea la situación general de liquidez determinada por el banco central y la demanda de crédito. El tipo de interés sobre los préstamos que cobran los bancos comerciales es superior en un margen relativamente estable que, entre 2000 y 2007, se ubicaba entre el 2,3 y el 3% (véase el gráfico).

En términos reales, ninguno de esos tipos de interés se aleja demasiado del índice de crecimiento real de la economía. Una de las condiciones más importantes del verdadero desarrollo es que el crecimiento del ingreso de los diferentes sectores, incluido el sector financiero, no se desvíe permanentemente del crecimiento del valor añadido de la economía en general.

En los países en desarrollo, en parte debido a los índices de inflación más altos, el tipo de interés medio del banco central está bastante por encima del promedio de los países desarrollados. Además, el diferencial entre el tipo del banco central y los tipos activos de los bancos comerciales también es mucho más amplio y menos estable. En el período 2000-2007, el diferencial medio entre el tipo del mercado monetario, tomado como valor representativo del tipo del banco central, y el tipo activo de los bancos comerciales de los países en desarrollo fue del 7,9%, y osciló entre el 6,3 y el 9,4%. En las economías en transición, el diferencial medio fue incluso superior pero más estable.

Entre los países en desarrollo, en Asia oriental, sudoriental y meridional se registraron los tipos medios más bajos del mercado monetario (4,7%) y los diferenciales más bajos respecto de los tipos activos de los bancos comerciales (3,8%). En términos reales y en promedio, los tipos activos de esas subregiones superaron a los de los países desarrollados en apenas algo más de 1 punto porcentual (5,4% en comparación con 4,3%), a pesar de que en las primeras los índices de crecimiento real fueron mucho más altos. Esto significa que las condiciones monetarias internas del crecimiento, la inversión y el empleo han sido extremadamente favorables.

En las otras economías en desarrollo y en transición sobre las que se dispone de datos, las relaciones entre los distintos tipos de interés y las tasas de inflación están enormemente distorsionadas. Los tipos activos de los bancos comerciales se han mantenido muy altos en América Latina y en las economías en transición de Europa sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes, aunque han bajado desde 2002. En el período 2005-2007, la media superó el 15% en ambas regiones en términos nominales y, en términos reales, fue del 7,5% en las economías en transición y del 9,3% en América Latina. En África, el tipo activo real medio del período fue del 8,2%. Con un crecimiento real del PIB de alrededor del 6 y el 5% en África y en América Latina, respectivamente, y de alrededor del 7% en las economías en transición, las condiciones son verdaderamente prohibitivas para muchos posibles inversores en capital fijo, en particular las pequeñas empresas y los pequeños productores agrícolas. En tales condiciones, no sorprende que los bancos y otras instituciones financieras no estén dispuestos a proporcionar suficiente crédito asequible para inversión fija de riesgo en maquinaria y equipo y, en cambio, prefieran conceder préstamos al Estado y para inversiones inmobiliarias de menor riesgo.

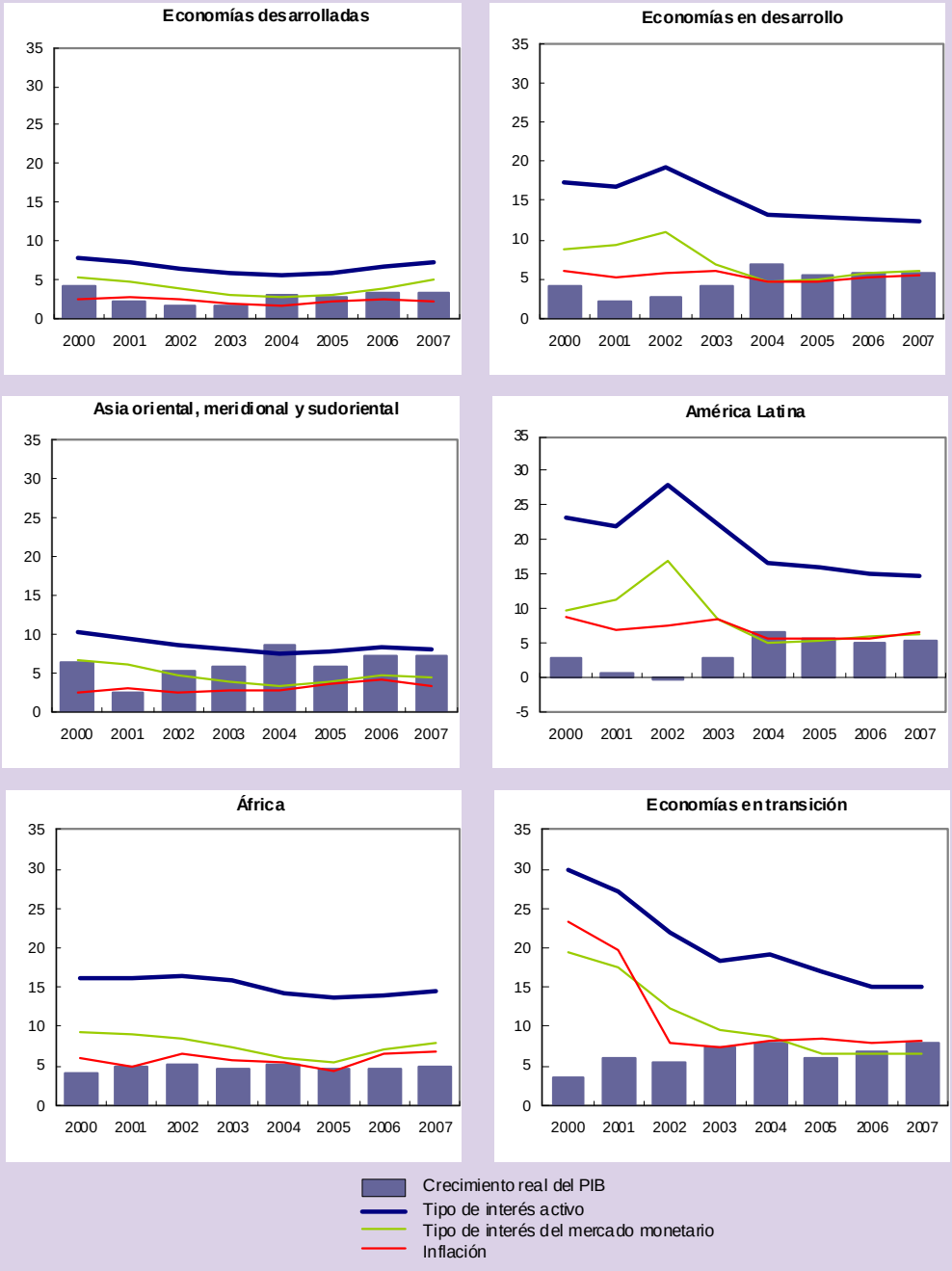
Los altos tipos activos y los enormes diferenciales entre los tipos de los bancos centrales y los que se aplican a los depósitos, por un lado, y los tipos activos de los bancos comerciales, por otro, suelen explicar los altos riesgos de quiebra y otros problemas de los contratos de crédito. Sin embargo, en una economía que crece al 5% en términos reales, una empresa que paga un tipo de interés real de alrededor del 10%, o más, correrá mayor riesgo de quiebra. Si, como ocurre en muchos países, los sistemas bancarios no competitivos aplican esos tipos, no deberían sorprender los frecuentes casos de falta de pago.

Ese círculo vicioso de tipos de interés excesivamente altos y un alto riesgo de incumplimiento exige intervenir con políticas financieras más proactivas. Los gobiernos pueden restringir directamente los diferenciales bancarios mediante la clase de legislación que se usa contra la usura en muchos países desarrollados. Además, los bancos públicos que ofrecen tipos de interés razonables a los ahorristas particulares y a las pequeñas empresas privadas podrían competir directamente con un sistema bancario privado no competitivo a gran escala.

Recuadro 4.1 (conclusión)

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS, TIPOS DEL MERCADO MONETARIO Y CRECIMIENTO DEL PIB, 2000-2007

(Promedio simple, porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Thomson Datastream; base de datos de *International Financial Statistics* del FMI; base de datos del *Handbook of Statistics* de la UNCTAD; y fuentes nacionales.

Nota: No se incluyeron los datos de los períodos con tasas de inflación superiores al 100%. Los cálculos se basan en datos de 71 países: 23 economías desarrolladas, 38 economías en desarrollo y 10 economías en transición de Europa sudoriental y la CEI. En las economías desarrolladas no se incluye Europa oriental ni los países del Báltico.

Cuadro 4.6

PRÉSTAMOS IMPRODUCTIVOS Y RENTABILIDAD SOBRE LOS ACTIVOS, EN DETERMINADAS REGIONES, 2000-2007

(En porcentaje)

	Porcentaje de préstamos improductivos en el total de préstamos		*Rentabilidad sobre los activos*	
	2000-2002	*2003-2007*	*2000-2002*	*2003-2007*
Economías desarrolladas	2,9	1,9	0,7	0,8
Economías en transición	14,3	8,7	-0,3	2,3
Economías en desarrollo	14,2	8,6	1,0	2,0
de las cuales:				
África	17,9	13,5	2,3	2,6
de las cuales:				
África subsahariana, excluida Sudáfrica	19,5	13,3	2,8	3,1
América Latina	9,5	5,1	0,1	1,9
de las cuales:				
América Central	6,2	5,4	1,5	1,9
América del Sur	11,4	5,1	-0,8	1,8
Asia	17,4	9,9	0,9	1,4
de las cuales:				
Asia meridional y sudoriental	16,4	9,6	0,8	1,3
Partida pro memoria:				
Economías emergentes de Asia	16,4	10,0	0,8	1,0
Otras economías de Asia	19,4	10,4	1,0	1,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en el *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* del FMI, varios números.
Nota: Por falta de datos, la muestra comprende sólo 41 economías en desarrollo: 13 de África, 17 de América Latina y 11 de Asia.

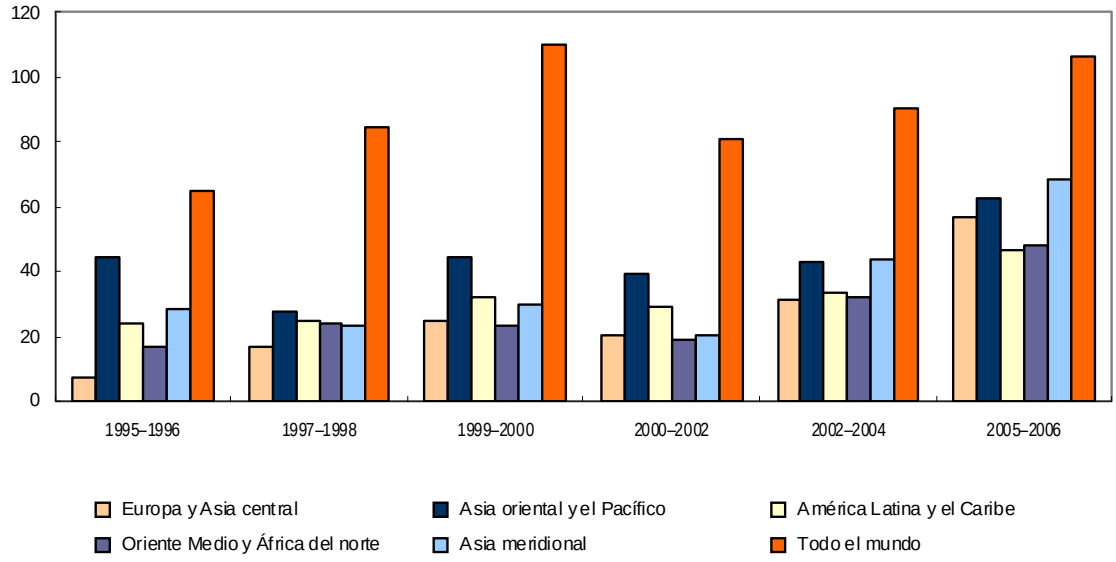
las regiones en desarrollo, y en particular en las economías emergentes de Asia y la Federación de Rusia (gráfico 4.4). Los mercados bursátiles de las economías de mercado emergentes también crecieron espectacularmente: la reserva de bonos nacionales en circulación de 26 de esas economías pasó de 700.000 millones de dólares en 1993 a 6,4 billones en 2007, es decir del 17% del PIB en 1993 a más del 100% en 2007 (gráfico 4.5). Las economías de Asia estuvieron a la cabeza con una reserva de bonos en circulación equivalente al 122% de su PIB, seguidas de las latinoamericanas (90% del PIB) y las economías de mercado emergentes europeas (47%).

El crecimiento de los mercados de valores se ha visto estimulado por factores de la demanda y de la oferta. Con respecto a la demanda, en varias economías en desarrollo y en transición adquirieron importancia algunos inversores institucionales que suelen preferir los activos de largo plazo. En América Latina, las reformas de la seguridad social desembocaron en la creación de fondos de pensiones que, a diciembre de 2007, habían acumulado activos por 275.000 millones de dólares en 10 países[44], equivalentes al 16% de su PIB agregado (AIOS, 2007). En Malasia, la República de Corea y Singapur, y también en Sudáfrica, adquirieron importancia las compañías de seguros. Los fondos mutuos de inversión son otra categoría de inversores institucionales que suelen tener una cuota relativamente alta de activos de largo plazo en sus carteras. En los últimos años, esos fondos han administrado activos financieros que superan el 10% del PIB en el Brasil, Chile, Malasia, la República de Corea y Sudáfrica (FMI, 2005). Algunos factores internacionales también han alentado la demanda de activos financieros nacionales, y la apertura de la cuenta capital a los inversores extranjeros fue una medida deliberada para desarrollar

Gráfico 4.4

CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR REGIÓN, 1995-2006

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial, base de datos de Indicadores de desarrollo mundial.
Nota: Los países se agrupan de acuerdo con la fuente.

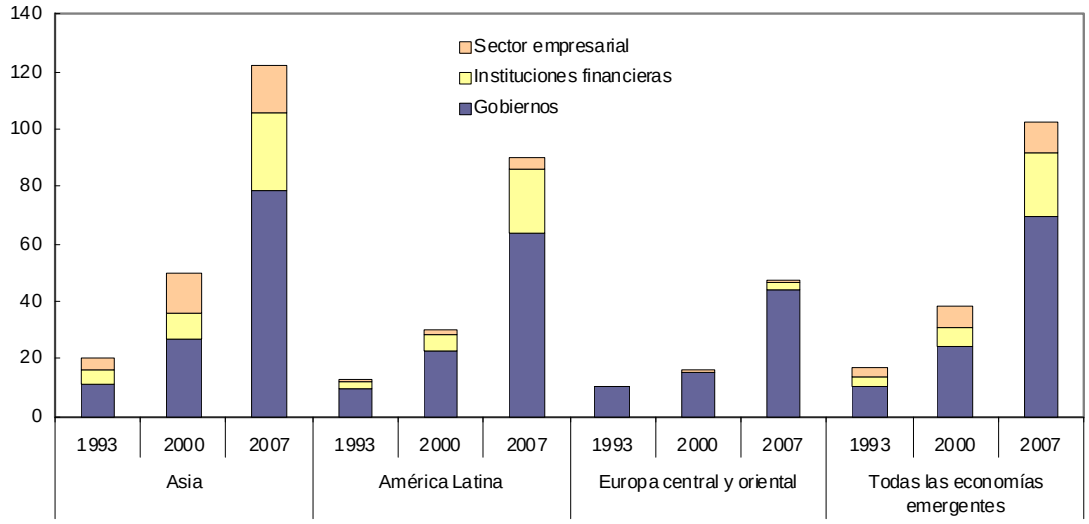
los mercados de capitales y conseguir economías de escala. Además, desde 2003, ha aumentado la liquidez interna de varios países, especialmente los exportadores de petróleo gracias al aumento de los ingresos de exportación. En los países de Asia occidental, donde gran parte del ahorro de los hogares se ha volcado tradicionalmente a depósitos a corto plazo y bienes inmuebles, el aumento de la liquidez ha promovido la diversificación en otros activos y ello ha dado lugar a un auge espectacular del mercado bursátil: a pesar de que los precios de las acciones sufrieron una corrección importante en 2006, entre 2002 y 2007 la capitalización de los mercados se multiplicó por 6,5 en los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) y superó con creces el 100% de su PIB (Corm, 2008).

En cuanto a la oferta, en el contexto de la reestructuración de la deuda pública externa mediante los mecanismos del Plan Brady, los préstamos bancarios en circulación se reemplazaron por bonos del Estado que podían negociarse en los mercados de capitales extranjeros o nacionales. En varios países, ello cambió fundamentalmente la forma en que los gobiernos satisfacían sus necesidades de financiación: se redujo la demanda de financiación monetaria y bancaria, y aumentó la emisión de valores públicos. La privatización parcial o total de las empresas públicas también aportó nuevos activos financieros que atrajeron a inversores nacionales y/o extranjeros. Esa transformación estructural revistió una importancia especial en las economías en transición. Otras empresas comenzaron a recurrir cada vez más a la financiación de los mercados de capitales por diversas razones. Algunas de ellas, tras verse perjudicadas por las restricciones del crédito bancario a raíz de crisis financieras, recurrieron a los mercados de capitales como fuente alternativa de financiación, como parece haber sido el caso en Malasia, la Federación de Rusia y la República de Corea (FMI, 2005: 114 y 115). Es posible que otras hayan considerado que los florecientes mercados bursátiles ofrecían una oportunidad para conseguir financiación a bajo costo con pocas restricciones, como ocurrió en cierta medida en China (Yu, 2008; EURASFI, 2006: 139 y 140). En algunos países, las grandes empresas también parecen

Gráfico 4.5

BONOS NACIONALES EN CIRCULACIÓN EN LOS MERCADOS EMERGENTES POR TIPO DE EMISOR: ALGUNAS REGIONES, 1993, 2000 Y 2007

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, de acuerdo con la base de datos estadística del Banco de Pagos Internacionales (BPI) que puede consultarse (en inglés) en: www.bis.org/statistics/secstats.htm.

Nota: Asia comprende: China, Filipinas, Hong Kong (China), India, Indonesia, Líbano, Malasia, Pakistán, República de Corea, Singapur, Taiwán (Provincia china de), Tailandia y Turquía. América Latina comprende: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (República Bolivariana de). Europa comprende: Croacia, Eslovaquia, Federación de Rusia, Hungría, Polonia y República Checa.

haberse beneficiado de las reglamentaciones que obligan a los inversores institucionales a canalizar sus inversiones en bonos y acciones hacia un pequeño número de empresas que reúnen las debidas condiciones. En Chile, por ejemplo, los fondos de pensiones proporcionaron financiación en abundancia a un puñado de empresas de los sectores de la energía y las telecomunicaciones (CEPAL, 1994).

Sin embargo, los mercados de capitales más grandes no significan necesariamente un aumento proporcional de la financiación de las inversiones. En particular, la capitalización relativamente alta en el mercado bursátil de las economías en desarrollo y en transición no siempre ha facilitado el acceso de un gran número de empresas a la financiación. La capitalización en el mercado bursátil aumenta sin generar nueva financiación cuando aumenta el valor de mercado de las acciones en circulación. De hecho, el monto de las nuevas emisiones de acciones ha sido bastante limitado en la mayoría de los países en desarrollo y en transición, con excepción de unos pocos, principalmente los centros financieros transnacionales (cuadro 4.7). Esa fuente de financiación ha sido casi imperceptible en América Latina y en las economías en transición.

> La ampliación de los mercados de capitales no equivale necesariamente a un mayor acceso a la financiación de las inversiones.

Los mercados de obligaciones de los países en desarrollo sirven principalmente para financiar el sector público (gráfico 4.5). En 2007, los bonos del Estado representaron el 64% del total de las obligaciones en circulación en Asia, mientras que el sector empresarial no financiero representó sólo el 13%. En otras regiones, la cuota de la deuda del Estado en

Cuadro 4.7

INDICADORES DE LAS BOLSAS DE ALGUNAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR REGIÓN, 2006

Bolsa de valores	*Número de empresas que cotizan en bolsa*	*Capitalización del mercado*	*Nuevo capital recaudado mediante la emisión de acciones*
		(Porcentaje del PIB)	
América Latina			
Bolsa de México	335	42,0	0,1
Buenos Aires (Argentina)	106	23,7	0,2
Colombia	94	42,9	0,1
Costa Rica	17	8,8	0,0
Lima (Perú)	221	44,4	0,4
Panamá	35	41,8	0,5
Santiago (Chile)	246	119,6	0,4
São Paulo (Brasil)	350	66,5	1,5
Asia oriental, meridional y sudoriental			
Bolsa de Corea (República de Corea)	1.689	95,6	0,6
Bolsa de Valores de Filipinas	240	58,0	1,0
Bolsa de Valores de Singapur	708	290,8	4,3
Bolsa Nacional de Valores de la India	1.156	85,7	1,6
Bolsas de Hong Kong	1.173	904,8	35,6
Bolsa de Malasia	1.025	158,2	0,7
Bombay (India)	4.796	90,7	0,8
Colombo (Sri Lanka)	237	28,4	0,1
Karachi (Pakistán)	628	12,3	0,1
Shanghai (China)	842	34,4	0,6
Shenzhen (China)	579	8,5	0,2
Tailandia	518	68,0	1,9
Taiwán (Provincia china de)	693	167,2	0,6
Teherán (República Islámica del Irán)	320	15,0	0,6
Yakarta (Indonesia)	344	38,1	0,5
Asia occidental			
Abu Dhabi (Emiratos Árabes Unidos)	60	44,3	0,4
Amán (Jordania)	227	207,4	23,7
Bahrein	50	131,4	6,6
Beirut (Líbano)	11	36,9	0,1
Bolsa Saudita	86	89,9	1,0
Estambul (Turquía)	316	41,4	0,4
Kuwait	181	105,9	4,0
Mercado de Valores de Muscat (Emiratos Árabes Unidos)	235	44,9	2,6
Palestina	33	64,3	0,0
África			
Bolsa Regional de Valores (África occidental)	40	8,3	3,7
Casablanca (Marruecos)	63	75,5	0,1
El Cairo y Alejandría (Egipto)	595	84,9	2,9
Ghana	32	14,5	1,0
Johannesburgo (Sudáfrica)	389	287,0	5,2
Lusaka (Zambia)	15	26,9	0,1
Mauricio	63	77,3	0,0
Nairobi (Kenya)	52	47,9	0,9
Namibia	28	2.499,7	0,3
Nigeria (2005)	215	16,8	3,0
Swazilandia	6	7,3	0,0
Economías en transición			
Banja Luka (Bosnia y Herzegovina)	793	44,5	0,1
Kazajstán	68	73,4	2,3
MICEX (Moscú)	190	90,0	0,0
Sistema de intercambio de Rusia	346	98,3	0,0
Zagreb (Croacia)	182	68,7	0,1

Fuente: World Federation of Exchanges, en www.world-exchanges.org; y base de datos del *Handbook of Statistics* de la UNCTAD.

el total de la financiación con bonos nacionales fue incluso superior, hasta de un 71% en América Latina y un 94% en las economías de mercado emergentes de Europa. En comparación, la emisión de bonos para financiar el sector empresarial no financiero ha sido exigua: en 2007, los bonos de empresas privadas equivalían al 3,8% del PIB de América Latina y al 0,8% del PIB de las economías de mercado emergentes de Europa; en las economías de mercado emergentes de Asia, la relación fue muy superior, aunque sólo en unas pocas economías (Malasia, Provincia china de Taiwán, República de Corea y Tailandia) se superó el 5% del PIB. Además, sólo un pequeño grupo de unas pocas empresas privadas relativamente grandes puede emitir deuda en los mercados de capitales, principalmente porque la emisión de bonos entraña costos fijos altos, por lo que las grandes emisiones resultan mucho más económicas que las pequeñas, y también porque la mayoría de los inversores institucionales sólo compran bonos de grandes empresas (FMI, 2005: 104, 119).

En algunos países, el aumento de la deuda nacional en obligaciones del Estado como porcentaje del PIB ha sido resultado de una estrategia de gestión de la deuda destinada a sustituir la deuda pública externa con deuda pública interna (véase también el capítulo VI). Además, el costo de la intervención del Estado en la reestructuración del sector bancario tras las crisis financieras y las reformas de los sistemas de pensiones generaron nuevas necesidades de financiación del sector público. En muchos países, las necesidades de financiación derivadas del reemplazo del sistema de reparto por el sistema de cuentas de capitalización se sufragaron en parte con títulos del Estado comprados por los propios fondos de pensiones[45]. En diciembre de 2007, la deuda del Estado equivalía al 37% de los activos totales de los fondos de pensiones en diez países latinoamericanos que habían reformado su régimen de pensiones[46].

4. Financiación externa

Para una empresa puede parecer ventajoso recurrir a los préstamos extranjeros si puede acceder a ellos a un costo más bajo que a los internos, o cuando sencillamente no hay financiación interna disponible. También puede ocurrir que los préstamos extranjeros sean la mejor alternativa para las empresas que reciben una parte sustancial de sus entradas de efectivo en moneda extranjera y que, para hacer frente al riesgo del tipo de cambio, optan por diversificar el pasivo de su balance, en lugar de comprar productos derivados (Banco Mundial, 2007).

En los últimos años, las más importantes empresas privadas y públicas de las economías en desarrollo y en transición aumentaron mucho sus préstamos del extranjero, en especial a partir de 2004 (gráfico 4.6). El crecimiento relativamente rápido y sostenido de la mayoría de esas economías ha mejorado la calificación de sus riesgos, mientras que los tipos de interés internacionales bajos y la gran liquidez mundial han hecho aumentar la presión sobre los inversores de cartera internacionales para mejorar la rentabilidad aumentando los préstamos a mercados y prestatarios no tradicionales. En el período 2002-2006, más del 60% del aumento del crédito bancario y el 75% de las nuevas emisiones de obligaciones correspondieron a las empresas privadas (Banco Mundial, 2007: 79).

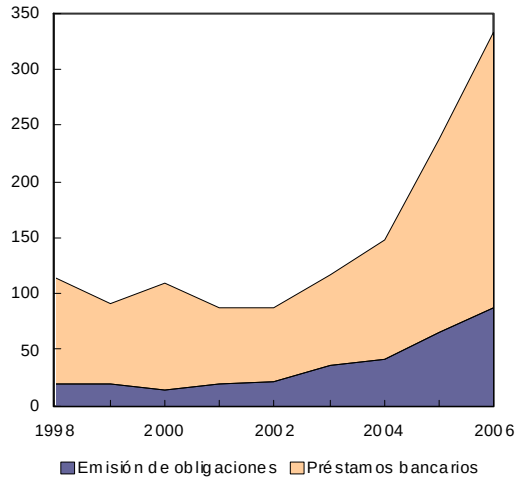
De acuerdo con Ratha, Sutle y Mohapatra (2003: 458), la deuda externa del sector empresarial de los países en desarrollo de la región de Asia oriental y el Pacífico aumentó a una tasa anual compuesta del 27% entre 1990 y el comienzo de la crisis financiera asiática de 1997[47]. Mientras la deuda en moneda extranjera de las empresas de Asia oriental se redujo marcadamente tras la crisis asiática, las empresas latinoamericanas siguieron expuestas a riesgos considerables hasta 2001. Desde entonces, las empresas de las economías en transición de Europa oriental y Asia central han sido las que más han contribuido al aumento del empréstito en moneda extranjera y actualmente representan alrededor del 40% del total de empréstitos extranjeros de las empresas de las economías en desarrollo y en transición (gráfico 4.7).

Más de la mitad de la deuda internacional pendiente de las empresas de las economías en desarrollo y en transición corresponde a seis países (Brasil, China, Federación de Rusia, India, México y Turquía) (cuadro 4.8). En las economías en desarrollo y en transición en su conjunto, así como en las seis economías mencionadas, los préstamos bancarios sindicados proporcionan la mayor parte (un promedio de los dos tercios) de la financiación del exterior. En la mayoría de los países, la segunda fuente de financiación son los préstamos del extranjero mediante emisiones de obligaciones de empresas. Las emisiones de acciones han sido mucho más importantes en las empresas de la India, y especialmente de China, que en las empresas de otras economías en desarrollo y en transición.

Gráfico 4.6

PRÉSTAMOS DEL EXTERIOR A EMPRESAS EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR TIPO, 1998-2006

(1.000 millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, 2007, basado en Dealogic.

La mayoría de las empresas que han podido conseguir préstamos de los mercados de capitales internacionales son grandes, tienen un importante potencial de crecimiento y pertenecen a los sectores de la banca, la infraestructura o las industrias extractivas. No sorprende la correlación entre el acceso a los mercados financieros y el tamaño de la empresa, puesto que las grandes empresas actúan fundamentalmente en el ámbito internacional, son menos vulnerables a las perturbaciones que las pequeñas empresas y son consideradas más solventes por los inversores. Además, la grandes empresas pueden negociar y obtener condiciones más favorables y tal vez se considere que son "demasiado grandes para quebrar" y que tienen más posibilidades de conseguir el apoyo del Estado ante una situación de fragilidad financiera (Banco Mundial, 2007).

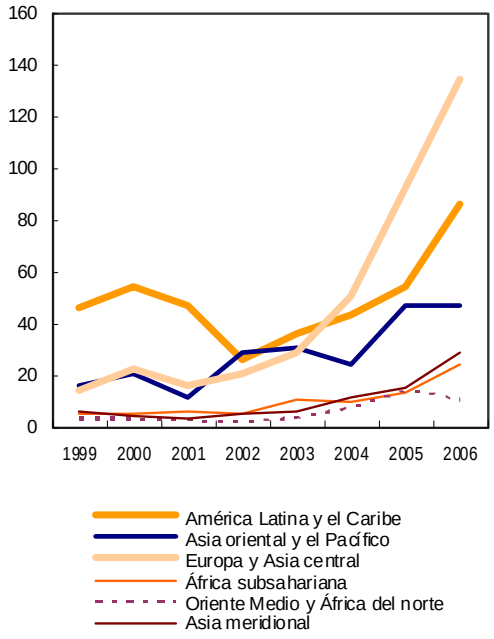
No obstante, cuando solicitan préstamos en el extranjero, las empresas suelen subestimar los cambios negativos en el entorno externo, como los aumentos del tipo de interés internacional o la depreciación de la moneda. Por ejemplo, cuando los tipos de cambio se han mantenido estables por largos períodos, las empresas a las que entra efectivo en moneda nacional tienden a endeudarse sin cobertura, lo que aumenta la vulnerabilidad de toda la economía a las conmociones financieras externas, como han puesto de manifiesto varias crisis de los últimos 20 años.

Desde la perspectiva de la economía nacional en su conjunto, en poco tiempo los préstamos extranjeros de las empresas pueden pasar a ser excesivos, porque es poco probable que una empresa por sí considere el nivel general de endeudamiento y los posibles efectos de los cambios en el entorno externo en la posición de la balanza de pagos de su país. Por lo tanto, una importante tarea de la política financiera consiste en encontrar formas de vigilar eficazmente los riesgos a que se exponen las empresas en el extranjero e intervenir antes de que los problemas menores de endeudamiento empresarial se transformen en problemas macroeconómicos mayores. En ese contexto, es importante que las autoridades entiendan los factores que determinan la concesión de empréstitos extranjeros a las empresas.

Gráfico 4.7

PRÉSTAMOS DEL EXTERIOR A LAS EMPRESAS EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR REGIÓN, 1999-2006

(1.000 millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, 2007, basado en Dealogic.
Nota: Los países se agrupan de acuerdo con la fuente.

Cuadro 4.8

FINANCIACIÓN EXTERNA DE EMPRESAS DE ALGUNAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR TIPO, PROMEDIO DE 1998-2006

(1.000 millones de dólares)

	Emisiones de acciones	*Porcentaje del total*	*Emisiones de obligaciones*	*Porcentaje del total*	*Bancos sindicados*	*Porcentaje del total*	*Total*
Economías en desarrollo y en transición	133	9,1	325	22,2	1.004	68,6	1.461
Federación de Rusia	14	8,0	63	36,0	99	56,0	176
China	72	43,2	14	8,5	80	48,2	166
Brasil	9	5,3	56	34,0	100	60,7	165
México	6	3,7	48	31,7	98	64,6	151
Turquía	2	1,9	9	10,9	72	87,2	83
India	13	18,9	8	11,5	49	69,7	71
Otras	17	2,7	126	19,4	505	77,9	648

Fuente: Banco Mundial, 2007, basada en Dealogic.

Si se restringiera la financiación extranjera de las inversiones de las empresas, podría ayudarse a evitar los desfases monetarios en el balance de las empresas cuyas entradas de efectivo están denominadas enteramente en moneda nacional, pero también se correría el riesgo de sofocar la inversión si las empresas no pueden encontrar en el país la necesaria financiación a largo plazo o sólo la encuentran a un costo muy superior al de los préstamos en el extranjero. Mediante normas estrictas sobre la transparencia de las empresas y de normas claras y coherentes para acceder a los préstamos en el extranjero, se podría disponer de un mecanismo que alertara oportunamente de los desfases monetarios inminentes en los capítulos en moneda extranjera del balance de una empresa. Un objetivo importante de esas normas sería indicar en los balances de las empresas las posiciones especulativas en las distintas monedas.

Los préstamos extranjeros de las empresas entrañan importantes riegos a nivel empresarial y macroeconómico.

5. *La financiación de la inversión desde la perspectiva de la empresa*

Dadas las dificultades con que tropiezan los posibles inversores para acceder a la financiación del sistema bancario y los mercados de capitales, no sorprende que los beneficios no distribuidos sean la principal fuente de financiación de la inversión en todas las regiones (cuadro 4.9)[48]. Esta conclusión se deriva de datos empíricos basados en los promedios de 32.000 empresas de 100 países diferentes con economías desarrolladas, en desarrollo y en transición, en el período 2002-2006. A escala mundial, las empresas financian aproximadamente dos terceras partes de sus inversiones con beneficios no distribuidos, y del 16 al 23% -en función del tamaño de la empresa- con préstamos bancarios. La financiación mediante la emisión de acciones es relativamente poco importante y representa sólo alrededor del 3% de la financiación de las inversiones, un porcentaje más bajo incluso que el apoyo financiero de la familia y las amistades.

Las modalidades de financiación en el sector empresarial varían considerablemente entre las empresas de diferente tamaño, y entre los grupos regionales de países. Por lo general, la financiación bancaria predomina entre las grandes empresas (sobre todo de África), mientras que las pequeñas empresas dependen más de los beneficios no distribuidos, y de la familia y las amistades. Como muestra el cuadro 4.9, las empresas de los países desarrollados, las economías

emergentes (con exclusión de las economías en transición), América Latina y el Caribe y los países en desarrollo de Asia recurren en menor medida que el promedio a los beneficios no distribuidos, pero las fuentes alternativas de financiación que compensan esta diferencia varían entre los cuatro grupos de países. La financiación mediante la emisión de acciones es más importante en Asia y en las economías de mercado emergentes de Europa oriental y central, mientras que las empresas de América Latina y el Caribe utilizan el crédito convencional en una proporción relativamente mayor de su financiación total. El arriendo con opción de compra, que se incluye en la categoría "otros", es relativamente más importante para las empresas de los países desarrollados y de las economías de mercado emergentes de Europa oriental y central que para el resto de los países. De acuerdo con la última fila de la tabla, las empresas jóvenes recurren menos a los bancos para su inversión fija que las empresas más antiguas; dependen mucho más de la familia y de las amistades, y de la financiación mediante la emisión de acciones.

La limitación del acceso al crédito bancario es particularmente grave en África, donde más del 80% de las pequeñas empresas (y aproximadamente el 80% de la población adulta) están excluidas de los servicios bancarios formales (cuadro 4.9; véase también Honohan y Beck, 2007). El resultado es una doble estructura financiera, en que las empresas más desfavorecidas se ven forzadas a recurrir a la familia y las amistades y a la intermediación financiera informal, incluidas las diversas instituciones de microfinanciación de distinto tipo. Esos intermediarios financieros colman un vacío importante que deja el sistema financiero formal, pero su financiación no es de gran utilidad para una inversión productiva real, porque sus volúmenes suelen ser relativamente pequeños, sus vencimientos muy cortos y sus costos altos, y por lo tanto sólo puede proporcionar capital de giro temporario o financiar la compra de equipo sencillo para prestar servicios (Kota, 2007).

Las limitaciones para acceder al crédito bancario son particularmente graves en África.

Los datos de determinados países subrayan aún más el distinto grado de importancia de las diferentes fuentes de financiación de la inversión fija (cuadro 4.10). Quizás lo más importante sea destacar que la estructura de capital de las empresas chinas en 2003 era muy diferente de la de otros países porque una proporción muy baja de sus inversiones se habían financiado con beneficios no distribuidos, mientras que la categoría "otros" mostraba porcentajes más altos. En esta categoría se incluyen los fondos recaudados por las empresas de diversas fuentes y, en las empresas estatales, la financiación de los gobiernos locales y de fuentes externas de fondos recaudados por diferentes vías, incluidos los mercados de capitales[49]. Dado que la categoría "otros" no puede desglosarse más, también puede incluir en general los beneficios no distribuidos mal clasificados. En efecto, según los resultados de una encuesta de 1999 (incluidos en el tercer renglón del cuadro correspondiente a China), las empresas chinas financiaron aproximadamente el 60% de sus inversiones fijas con beneficios no distribuidos (aproximadamente tanto como las empresas de otros países). Los canales informales de financiación, como las asociaciones informales, las casas de dinero privadas y otras organizaciones de préstamo clandestinas, que funcionan como bancos pero cobran tipos de interés muy altos, han sido importantes en la economía china, en especial para los empresarios privados que no tienen acceso al sistema bancario formal (Allen, Qian and Qian, 2005). Las empresas chinas también recurren a la financiación mediante la emisión de acciones, lo que refleja, en gran parte, la privatización parcial o total de las empresas del Estado, mientras que el número de empresas nacionales que aumentan sus recursos propios mediante nuevas acciones sigue siendo relativamente pequeño. Por otro lado, según Chen (2004: 1346), la financiación mediante la emisión de acciones puede ser particularmente importante para las empresas chinas debido a factores propios del país, como la insuficiente aplicación de las normas de derecho comercial y la falta de protección adecuada de las inversiones de los accionistas privados, por lo cual la emisión de acciones "se ha transformado en algo así como una fuente de financiación "gratuita"".

En Egipto y la Federación de Rusia una fuente importante de financiación de la inversión son los ingresos no distribuidos, mientras que en la India son los bancos. En el Brasil es relativamente importante la financiación especial para el desarrollo, que entra en la categoría de fondos de inversión. El Banco Nacional de Desarrollo del Brasil (BNDES) es un ejemplo de institución financieramente sólida que sobrevivió a la reducción de la intervención del

Cuadro 4.9

FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN, ALGUNOS GRUPOS DE PAÍSES, 2002-2006

	Número de países	Número de empresas	Fondos internos y beneficios no distribuidos	Bancos comerciales locales y extranjeros	Fondos de inversión y del Estado[a]	Crédito comercial	Emisión de acciones	Familia y amistades	Otros
			(Porcentaje)						
Todos los países									
Todas las empresas	100	32.809	65,5	16,1	1,3	3,2	3,0	3,8	7,1
Empresas pequeñas	100	12.388	69,0	12,4	1,1	3,0	3,4	4,7	6,4
Empresas medianas	100	11.235	63,1	17,9	1,5	3,4	3,4	3,1	7,7
Grandes empresas	100	9.036	59,7	22,9	2,5	3,4	2,9	1,5	7,1
Países desarrollados									
Todas las empresas	5	2.592	59,3	20,0	0,6	3,0	3,8	1,2	12,0
Empresas pequeñas	5	1.618	63,2	18,1	0,3	2,7	3,2	1,7	10,9
Empresas medianas	5	575	53,4	22,8	0,8	3,0	5,0	0,4	14,5
Grandes empresas	5	399	50,0	25,5	1,5	3,4	5,0	0,5	14,2
Economías de mercado emergentes de Europa									
Todas las empresas	8	2.334	59,6	13,9	1,1	2,4	7,4	2,5	13,1
Empresas pequeñas	8	1.290	62,8	10,1	0,2	2,8	7,5	4,2	12,3
Empresas medianas	8	621	55,3	18,3	1,4	2,4	8,2	0,4	14,0
Grandes empresas	8	423	57,8	18,0	3,0	1,4	6,5	0,1	13,2
América Latina y el Caribe									
Todas las empresas	20	7.845	60,6	20,2	1,5	6,8	1,2	2,7	7,0
Empresas pequeñas	20	2.622	62,2	18,6	1,1	6,4	0,8	3,2	7,8
Empresas medianas	20	3.265	58,9	21,2	1,1	7,6	1,6	2,8	6,9
Grandes empresas	20	1.938	58,8	24,4	2,8	6,3	1,1	1,3	5,3
África									
Todas las empresas	31	6.100	73,8	12,7	1,3	2,1	0,8	3,7	5,6
Empresas pequeñas	31	2.642	77,8	8,9	1,1	2,4	0,8	4,3	4,8
Empresas medianas	31	2.059	69,9	16,1	2,0	1,9	1,0	2,5	6,6
Grandes empresas	31	1.372	63,4	24,3	2,0	2,3	1,1	0,8	6,1
Asia oriental, occidental, meridional y sudoriental									
Todas las empresas	17	9.309	49,3	21,0	1,6	2,8	8,9	7,2	9,3
Empresas pequeñas	17	2.055	53,4	14,4	2,1	2,5	11,4	8,3	7,8
Empresas medianas	17	3.223	50,2	19,2	1,4	2,8	9,3	7,4	9,7
Grandes empresas	17	3.928	46,4	25,9	2,8	3,1	8,0	5,0	8,8
Economías en transición de Europa									
Todas las empresas	12	3.008	72,5	14,5	1,0	2,3	1,9	3,2	4,6
Empresas pequeñas	12	1.448	77,0	10,4	0,4	1,7	2,0	5,0	3,5
Empresas medianas	12	915	69,8	16,5	1,0	2,5	2,3	2,5	5,4
Grandes empresas	12	645	65,7	20,6	2,3	4,1	1,2	0,3	5,8
Economías en transición de Asia central									
Todas las empresas	7	1.621	81,4	10,1	1,9	1,3	0,2	2,9	2,2
Empresas pequeñas	7	713	84,6	7,7	1,0	0,4	0,0	4,5	1,8
Empresas medianas	7	577	79,6	11,1	2,0	2,3	0,4	2,5	2,0
Grandes empresas	7	331	77,8	14,0	3,1	1,2	0,1	1,0	2,8
***Pro memoria:* promedios basados en la empresa**									
Todas las empresas		32.809	58,9	19,5	1,3	3,7	4,7	3,6	8,2
Empresas pequeñas		12.388	67,7	12,5	0,7	3,5	4,2	4,9	6,4
Empresas medianas		11.235	56,8	20,6	1,4	4,3	4,8	3,4	8,7
Grandes empresas		9.036	49,6	27,5	2,1	3,3	5,4	2,1	10,0
Nuevas empresas		1.070	63,9	13,8	1,7	2,7	6,0	6,1	5,8

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos del Banco Mundial sobre las encuestas de empresas.

Nota: Nuevas empresas = empresas de dos años o menos de antigüedad; empresas pequeñas = menos de 20 empleados; empresas medianas = 20 a 99 empleados; grandes empresas = más de 99 empleados. La suma de las empresas pequeñas, medianas y grandes puede no coincidir con el total de las empresas porque algunas de ellas no indican su tamaño. Economías de mercado emergentes de Europa: Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y República Checa.

a Financiación global de los fondos de inversión, los bancos de desarrollo y otros servicios del Estado.

Cuadro 4.10

FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN, DETERMINADOS PAÍSES, 1999-2006

	Número de empresas	*Fondos internos y beneficios no distribuidos*	*Bancos comerciales locales y extranjeros*	*Fondos de inversión y del Estado*[a]	*Crédito comercial*	*Emisión de acciones*	*Familia y amistades*	*Otros*
		(Porcentaje)						
Brasil (2003)								
Todas las empresas	1.351	56,3	14,3	8,5	8,7	4,3	1,2	6,7
Empresas pequeñas	226	58,0	10,8	5,7	13,0	3,5	2,2	6,7
Empresas medianas	736	58,6	14,8	6,4	8,2	3,8	1,4	6,9
Grandes empresas	384	51,2	15,0	14,1	7,4	5,7	0,3	6,2
China (2003)								
Todas las empresas	1.342	15,2	20,4	0,5	1,0	12,4	5,9	44,5
Empresas pequeñas	169	13,7	8,6	0,9	0,0	16,7	11,0	49,0
Empresas medianas	478	14,6	15,2	0,6	1,1	12,4	8,6	47,5
Grandes empresas	686	16,2	26,8	0,4	1,2	11,4	2,7	41,1
China (1999)								
Todas las empresas	94	59,6	9,7	6,4	2,9	2,8	6,2	12,5
Empresas pequeñas	42	64,9	6,8	5,0	1,0	0,3	9,0	13,0
Empresas medianas	27	61,6	8,0	10,1	3,9	3,9	3,9	8,6
Grandes empresas	25	48,4	16,3	4,6	5,0	5,6	4,1	15,9
China (2003)								
Empresas estatales	263	11,5	25,3	1,0	0,0	4,7	1,2	56,3
Empresas nacionales privadas	831	15,9	18,4	0,3	1,1	14,1	8,7	41,6
Egipto (2004)								
Todas las empresas	716	86,1	6,9	0,2	0,8	3,8	0,9	1,3
Empresas pequeñas	287	90,1	3,9	0,0	1,2	2,2	1,4	1,2
Empresas medianas	275	87,0	6,6	0,4	0,8	3,3	0,7	1,3
Grandes empresas	154	77,4	13,1	0,3	0,0	7,6	0,3	1,2
India (2005)								
Todas las empresas	1.476	52,0	32,2	0,0	4,5	1,1	6,9	3,3
Empresas pequeñas	612	51,2	25,9	0,0	6,4	1,1	10,9	4,6
Empresas medianas	497	54,5	33,2	0,0	4,1	0,8	4,6	2,7
Grandes empresas	284	51,4	41,6	0,0	2,0	1,8	2,1	1,2
Federación de Rusia (2005)								
Todas las empresas	431	85,0	6,5	1,2	2,4	0,2	1,1	3,6
Empresas pequeñas	183	90,9	3,5	0,0	1,5	0,0	1,5	2,6
Empresas medianas	132	82,2	7,3	1,5	3,6	0,0	1,6	3,9
Grandes empresas	116	78,8	10,3	2,8	2,6	0,7	0,1	4,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos del Banco Mundial sobre las encuestas de empresas; y la base de datos del Banco Mundial de las encuestas sobre el entorno de negocios.

Nota: Empresas pequeñas = menos de 20 empleados; empresas medianas = 20 a 99 empleados; grandes empresas = más de 99 empleados. Para China (1999): empresas pequeñas = menos de 50 empleados; empresas medianas = 50 a 500 empleados; grandes empresas = más de 500 empleados. La suma de las empresas pequeñas, medianas y grandes puede no coincidir con la cifra total de empresas porque algunas no indican su tamaño.

a Véase la nota *a* del cuadro 4.9.

Estado en las actividades bancarias ocurrida en los años noventa[50]. Su actividad principal son los proyectos de inversión en infraestructura y en la industria, sectores a los que destina, respectivamente, aproximadamente la mitad y una tercera parte de sus desembolsos; dedica más de las cuatro quintas partes de sus operaciones a apoyar a la pequeña empresa[51].

En resumen, las modalidades de financiación de las inversiones productivas de las empresas tienen características que se aplican a todos los países, como la importancia relativamente mayor de la financiación interna en comparación con la financiación externa y la importancia relativamente menor de la financiación mediante la emisión de acciones. Pero en este cuadro general se observan diferencias importantes entre los grupos de países y las empresas según las regiones. En particular, la financiación bancaria suele predominar entre las grandes empresas, mientras que las pequeñas y las nuevas empresas

recurren en mayor medida a los beneficios no distribuidos y a los fondos aportados por la familia y las amistades.

Esos diversos grados de importancia relativa de las diferentes fuentes de financiación de la inversión pueden explicarse por las asimetrías de la información existente entre los gerentes de las empresas y los posibles proveedores de financiación externa con respecto al valor de los activos de una empresa y la calidad de sus oportunidades de inversión. Usando los beneficios no distribuidos, un gerente de una empresa puede proteger la información privilegiada que, de darse a conocer, dejaría a la empresa expuesta a los imitadores y coartaría gravemente su capacidad para apropiarse de la rentabilidad de su inversión. No obstante, las pequeñas y medianas empresas o las nuevas empresas tropiezan con graves obstáculos para acceder a financiación externa adecuada para sus inversiones, por lo que, a falta de otra opción más que por propia elección, recurren a fuentes internas o informales de financiación.

E. Lecciones y recomendaciones en materia de políticas

La cuestión de la financiación de la inversión para fortalecer la capacidad productiva en los países en desarrollo plantea cuestiones empíricas y teóricas con importantes consecuencias para las políticas. Desde una perspectiva macroeconómica, las fuentes de financiación internas son más adecuadas y cuantitativamente más importantes que las externas. Sin embargo, estas últimas pueden contribuir de manera decisiva al fomento de la inversión y el crecimiento en varios países pequeños y países menos adelantados y de renta baja debido a los problemas estructurales específicos de esos países. Desde el punto de vista de las empresas, la autofinanciación con los beneficios no distribuidos es la fuente más importante y fiable de financiación de la inversión y los préstamos bancarios desempeñan una importante función complementaria. Las políticas destinadas a movilizar recursos para la inversión no deben restar importancia a estas fuentes de financiación de las inversiones, que se encuentran entre las más importantes desde un punto de vista empírico y estratégico. Esto puede ocurrir cuando los tipos de interés son demasiado altos debido a la aplicación de políticas monetarias y financieras basadas en la tesis de que para que la inversión y el crecimiento aumenten es necesario que antes hayan aumentado el ahorro de los hogares y las corrientes de capital extranjero. La experiencia ha demostrado que esas políticas son contraproducentes: acaban reduciendo los beneficios empresariales por la disminución de la demanda agregada y el aumento de los costos de la financiación interna y, con ello, reducen la inversión interna, el crecimiento de la producción y la renta de los hogares.

Cuando los tipos de interés son demasiado altos, reducen los beneficios empresariales y contraen la inversión y los ingresos internos.

Por lo general, las reformas financieras emprendidas por la mayoría de las economías en desarrollo y en transición en los años ochenta y noventa no lograron solucionar los problemas de la ineficiencia y la falta de transparencia en la asignación del crédito, la segmentación del mercado y la elevada proporción de préstamos improductivos en las carteras de los bancos. Rara vez condujeron a un aumento sostenido de los préstamos bancarios a empresas privadas, en especial a las pequeñas y medianas. Los países que llevaron a cabo una liberalización financiera más radical entraron en una dinámica de auge y depresión que, después de un crecimiento rápido y escasamente supervisado del crédito provocó un estancamiento prolongado de

los préstamos bancarios al sector privado. También generó un gasto considerable para el erario público cuando los gobiernos vinieron al rescate del sistema bancario. Los rescates públicos y, en algunos casos, las reformas de los sistemas de pensiones, hicieron que aumentara la participación del sector público en el crédito total proporcionado por el sistema financiero, que era precisamente lo contrario de lo que propugnaban inicialmente las reformas financieras.

Tampoco se hizo realidad la previsión de que con la liberalización financiera y la apertura de los sectores financieros nacionales a los bancos extranjeros habría más competencia, que en última instancia reduciría los márgenes de interés y el costo del crédito; por lo general, los márgenes y los tipos de interés de los préstamos han seguido siendo altos en detrimento de la financiación de las empresas y de la inversión. La gran diferencia entre los tipos de interés de los depósitos y las tasas de refinanciación de los bancos por un lado, y los tipos de interés de los préstamos por otro lado, han hecho que por lo general los bancos comerciales hayan considerado más rentable conceder créditos al consumo o para la vivienda, o comprar títulos del Estado, que otorgar préstamos a más largo plazo para proyectos de inversión o nuevas actividades empresariales. Esto se debe a que en este último caso suele ser más difícil evaluar el riesgo y a que los tipos de interés de los préstamos no pueden ser superiores a la rentabilidad media de los proyectos financiados con el préstamo. Las reformas financieras y el desarrollo del mercado de valores no han logrado reducir de manera significativa la segmentación del mercado financiero. El acceso al crédito bancario ha dependido mucho del tamaño de la empresa, por lo que especialmente las empresas jóvenes y a menudo innovadoras han encontrado graves restricciones financieras. La financiación procedente de los mercados de valores se concentra en grandes empresas privadas o entidades públicas.

Aunque estos resultados desalentadores pueden deberse en parte a la deficiente aplicación de las reformas y a las perturbaciones externas negativas, el hecho de que distintos países hayan tenido problemas similares en distintos momentos parece indicar que hay problemas más fundamentales con el modo en que funcionan los mercados financieros. El comportamiento procíclico de estos mercados, su prolongada segmentación y el hecho de que no hayan logrado asignar créditos a los fines más productivos indican la existencia de "fallos intrínsecos del mercado" que las reformas financieras no han logrado solucionar (Stiglitz, 1994). Sería poco realista esperar que problemas como la selección negativa, el riesgo moral, el carácter procíclico y la segmentación desaparezcan gracias a la liberalización y que el mundo real se adapte a los supuestos de un modelo teórico. No obstante, es posible formular políticas para hacer frente a los fallos del mercado. En particular, no es realista ni conveniente eliminar todos los tipos de discriminación del proceso de asignación de los créditos. El sistema financiero debe discriminar entre buenos y malos proyectos y entre prestatarios fiables y no fiables. La falta de discriminación es característica de las graves crisis financieras y monetarias, tanto en los casos de hiperinflación (prácticamente todo el mundo obtiene crédito) como de deflación (casi nadie obtiene crédito) (Aglietta and Orlean, 1982). Pero los gobiernos pueden influir en el resultado de la discriminación disponiendo la provisión directa de crédito por las instituciones financieras públicas, incluidos los bancos sectoriales y los bancos de desarrollo, o interviniendo en los mercados financieros con la subvención de los intereses, la refinanciación de los préstamos comerciales o el suministro de garantías en apoyo de actividades estratégicamente seleccionadas. Asimismo, es más realista gestionar la segmentación del mercado que formular políticas financieras que ignoren esa segmentación (Ocampo and Vos, 2008).

> Los gobiernos pueden influir en la discriminación financiera mediante la provisión directa de crédito por las instituciones financieras públicas...

> ... o interviniendo en los mercados financieros en apoyo de actividades estratégicamente seleccionadas.

Para que los empresarios consideren la posibilidad de emprender una inversión productiva y que los prestamistas potenciales financien esa inversión, además de que haya previsiones positivas de la demanda y los beneficios, también es importante que los derechos de propiedad sean seguros. Pero lo que más importa desde una perspectiva de política financiera

es dar acceso a las empresas a fuentes fiables, adecuadas y a bajo costo que permitan financiar inversiones productivas. En la medida en que la disponibilidad de fondos, y en particular la cuantía de los beneficios no distribuidos por las empresas, es un factor determinante de la inversión, es probable que las medidas que aumentan la liquidez de las empresas estimulen la inversión. Algunas medidas posibles serían los incentivos fiscales, como el trato tributario preferencial para los beneficios reinvertidos o no distribuidos y las deducciones especiales por amortización destinadas a acelerar la acumulación de capital y mejorar las capacidades productivas.

Los efectos de esas medidas en la inversión productiva pueden potenciarse alentando a los bancos a facilitar el crédito para la inversión. Los costos de financiación podrían reducirse con una política monetaria favorable a las inversiones respaldada por instrumentos adicionales como una política de ingresos encaminada a garantizar la estabilidad de los precios. En un proceso de expansión monetaria controlada pero orientada al crecimiento, es posible dotar al sistema bancario la liquidez necesaria para crear nuevo crédito a la inversión cuando no exista un ahorro previo.

Para que las empresas accedan a fuentes adecuadas de financiación de la inversión productiva también puede ser necesario que en el proceso de asignación de créditos intervengan los bancos centrales y los bancos del sector público. La imposición de restricciones a los préstamos al consumo o para fines especulativos podría inducir a los bancos a conceder préstamos a más largo plazo para la inversión. En la medida en que los tipos de interés altos son reflejo de la percepción del riesgo, puede considerarse la posibilidad de que el Estado garantice los préstamos para financiar proyectos de inversión prometedores de empresas que, de lo contrario, pueden ver muy limitado su acceso al crédito bancario a más largo plazo (o tal vez puedan obtener crédito sólo a un costo tan alto que haría inviable su inversión). Aunque el fracaso de un proyecto así financiado puede acarrear un determinado costo fiscal, éste tiene que compararse con el aumento total de las inversiones que sólo pueden hacerse gracias a la garantía, y con los efectos dinámicos en los ingresos (incluido el incremento de la recaudación fiscal) que la inversión adicional puede generar. También debe compararse con el costo para el erario público de las grandes operaciones de rescate del sistema bancario que fueron necesarias cuando aumentó de manera incontrolada el crédito al consumo y para fines especulativos en muchos países tras la liberalización financiera.

Hay que tener en cuenta que, desde la perspectiva de la financiación para el desarrollo, lo que importa no es sólo la rentabilidad microeconómica de los proyectos de inversión, sino también sus beneficios externos que repercuten en la economía en general. Se considera que esta afirmación también es válida para los proyectos de infraestructura financiados con cargo al presupuesto del Estado o apoyados por los bancos de desarrollo. Sin embargo, es igualmente razonable que los bancos de desarrollo y las instituciones financieras públicas especializadas en sectores específicos contribuyan a financiar actividades privadas productivas en el campo de la agricultura, la industria y los servicios, cuando esas actividades generan importantes beneficios externos y sociales, pero no pueden obtener la financiación necesaria de las instituciones comerciales.

La imposición de restricciones a los préstamos al consumo o para fines especulativos podría inducir a los bancos a conceder préstamos a más largo plazo para la inversión.

Para que esas consideraciones influyan en la asignación del crédito, podría hacerse participar conjuntamente a bancos privados y públicos en la financiación de determinados proyectos de inversión. Mientras que el banco comercial aportaría sus conocimientos para evaluar la viabilidad de un proyecto desde la perspectiva del sector privado, la institución financiera pública se pronunciaría sobre los méritos generales del proyecto para promover el desarrollo, y al participar en la financiación reduciría los riesgos asumidos por el banco comercial. Hay varios precedentes de este tipo de arreglos en algunos países desarrollados durante la posguerra, en algunos países de industrialización tardía del Asia oriental y en las actividades del Banco Nacional de Desarrollo del Brasil. También podría servir para reforzar la financiación pública con la privada y reducir el riesgo de clientelismo en ambas instituciones financieras.

A menudo el debate sobre el papel de los bancos públicos y los bancos de desarrollo se ha centrado no tanto en sus méritos económicos como en el argumento de que la propiedad estatal y la existencia de bancos nacionales de desarrollo pueden crear un clima más propicio a la corrupción y el clientelismo. Está

claro que los bancos públicos y de desarrollo pueden desempeñar su función en pro del desarrollo sólo si se rigen por normas estrictas de rendición de cuentas. Por otra parte, la experiencia con la liberalización y la privatización del sector financiero muestra que la propiedad privada no garantiza por sí sola una mejor gestión empresarial. Los bancos privados no son inmunes a la corrupción ni al clientelismo, especialmente si están vinculados a conglomerados que reciben de ellos gran parte de su financiación.

La reglamentación y supervisión adecuadas del sector financiero, y en particular la vigilancia efectiva de la deuda en moneda extranjera, es esencial para que los balances generales de las instituciones financieras sigan siendo positivos. Unas normas estrictas de transparencia empresarial y unas reglas claras y uniformes para la obtención de crédito en el extranjero también contribuirían a impedir las posiciones especulativas en divisas en los balances generales del sector no financiero.

Las estructuras de gestión de las instituciones financieras públicas deberían estar concebidas de manera que los beneficios directos e indirectos que generen sus actividades beneficien a la economía en su conjunto (y durante un período más largo que el normalmente previsto por el sector privado para maximizar beneficios). Además, los beneficios deberían compensar con creces las ineficiencias que pueda generar su naturaleza política. Sin una intervención proactiva del Estado, es poco probable que puedan remediarse las consecuencias no deseadas de los fallos del mercado y la segmentación del sistema financiero. En lugar de ignorar las constantes imperfecciones y la segmentación del mercado financiero, una política proactiva podría crear nuevos canales para financiar actividades (como las manufacturas, la agricultura y la infraestructura) y actores (como las empresas pequeñas e innovadoras) importantes desde el punto de vista económico y social que de lo contrario tenderían a quedar marginados. ■

> Es poco probable que puedan remediarse las consecuencias no deseadas de los fallos de los mercados financieros sin la intervención del Estado.

Notas

1 También influye en los beneficios empresariales la política cambiaria (UNCTAD, 2007). El crecimiento de la competitividad internacional gracias a un tipo de cambio real adecuado puede contribuir a la obtención de mayores beneficios mediante el aumento de la participación en el mercado de exportación y/o el incremento de los márgenes de beneficio, que a su vez crean capacidad adicional para la financiación interna de nuevas inversiones.

2 Chamon y Prasad (2007) se basan en datos procedentes de encuestas en hogares, y no en datos de las cuentas nacionales como el gráfico 4.1.

3 Algunos autores han destacado estas diferencias proponiendo una distinción entre las economías en las que los bancos creadores de dinero juegan un papel fundamental (denominadas "economías de descubierto") y aquellas en las que son más importantes los mercados de capitales ("economías de mercado de capitales") (Hicks, 1974). Más recientemente, la evolución de la actividad bancaria ha tendido a desdibujar los límites entre la financiación directa e indirecta (FMI, 2006). Aparte de su función tradicional como comerciantes de bonos y valores, muchos bancos han "titularizado" parte de sus activos (es decir, han emitido valores respaldados por préstamos bancarios) con objeto de distribuir los riesgos crediticios entre otros agentes. No obstante, esto no debería llevar a la conclusión precipitada de que han desaparecido las diferencias básicas entre los mecanismos financieros, en especial dado que la crisis provocada por las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos ha demostrado que la titularización no

elimina el riesgo crediticio de los bancos y que una de sus labores fundamentales debe seguir siendo la gestión de esos riesgos.

4 La siguiente explicación de la generación de crédito a partir de la nada se basa parcialmente en Dullien, 2008.

5 Gran parte de los estudios publicados sobre la función de los bancos estatales (por ejemplo, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 2002) se centra en el papel que desempeñan en el crecimiento y el desarrollo financiero. Levy Yeyati, Micco y Panizza (2007) demuestran que las conclusiones que indican que la propiedad estatal afecta negativamente al desarrollo financiero y al crecimiento son mucho menos sólidas de lo que suele creerse y que los datos que apoyan la tesis de que la propiedad estatal de los bancos tiene un efecto causal negativo en el crecimiento se basan en la presunción poco realista de que no hay ninguna correlación entre la existencia de bancos públicos y el nivel de desarrollo financiero. Además, muestran que en los países en desarrollo los bancos públicos reducen el carácter procíclico de la asignación de créditos.

6 A este respecto, el desempeño financiero de los bancos de desarrollo puede ser similar al de los fondos de capital riesgo. Gompers and Lerner (2001), por ejemplo, citan el muy desigual éxito financiero de las inversiones realizadas por la primera verdadera empresa de capital riesgo, American Research and Development (ARD), establecida en 1946. A lo largo de sus 26 años de existencia como entidad independiente, casi la mitad de sus beneficios provino de una sola inversión. Estos autores señalan asimismo que los beneficios medios anuales de los inversores en fondos de capital riesgo en los Estados Unidos fluctuaron enormemente entre mediados de los años setenta y finales de los años noventa y fueron casi inexistentes en la segunda mitad de los años ochenta.

7 Véase el sitio web del BNDES en: http://www.bndes.gov.br.

8 En 1996, el Gobierno adoptó la Ley del banco central, por la que se reorganizó la estructura administrativa del banco central y sus sucursales provinciales con objeto de debilitar la influencia de los gobiernos provinciales en las decisiones adoptadas por las sucursales del banco central y, por consiguiente, en los bancos comerciales locales. Al mismo tiempo, los cuatro grandes bancos estatales centralizaron en Beijing sus decisiones sobre la concesión de préstamos y adoptaron un sistema de vigilancia informatizado para impedir que los gobiernos provinciales y municipales ejercieran una influencia indebida en esas decisiones. Asimismo, el Gobierno chino estableció empresas estatales de gestión de activos para que asumieran y liquidaran los préstamos improductivos e inyectó reservas de divisas en dos de los cuatro grandes bancos estatales para mejorar sus balances generales (Yu, 2008).

9 Según Mohanty y Turner (2008: 45), la proporción de préstamos improductivos respecto de los préstamos totales disminuyó de un 22,4% en 2000 a un 10,5% en 2005.

10 Por ejemplo, en la reunión celebrada por el G-8 en Potsdam en 2007 se publicó un plan de acción para establecer mercados locales de bonos en las economías de mercado emergentes y los países en desarrollo (véase en Turner, 2003, un panorama general normativo de las cuestiones relativas a los mercados de bonos en los países en desarrollo).

11 La posibilidad de sustitución perfecta entre distintas fuentes de financiación de las inversiones había sido sugerida por el Teorema de Modigliani-Miller (1958). Según este teorema, la estructura y política financieras carecen de pertinencia para la inversión real, ya que no tienen efectos importantes en el valor de una empresa ni en el costo o disponibilidad de capital. Para que el teorema funcione, el mercado de capital debe ser perfecto (es decir, competitivo, sin fricciones y completo), "de manera que el riesgo característico de cada valor emitido por una empresa pueda corresponderse con la adquisición de otro valor o cartera existentes o con una estrategia comercial dinámica" (Myers, 2001: 84). No obstante, una investigación posterior supervisada por Myers (2001) ha demostrado que la estructura de la financiación de las inversiones es importante para las empresas con distintas características financieras y costos específicamente identificados (como los impuestos) y cuando la información entre los gestores-empresarios (agentes internos) y los distintos tipos de inversores-financiadores (agentes externos) es imperfecta y asimétrica.

12 La teoría de selección jerárquica contrasta con la teoría del equilibrio estático, que supone que las empresas tratan de adoptar una estructura de capital que viene determinada por una equiparación entre el beneficio marginal generado por el ahorro fiscal asociado a un nuevo endeudamiento y el costo de las dificultades financieras de la empresa cuando advierte que se ha endeudado demasiado (Kim, Jarrell and Bradley, 1984). Aunque ha resultado difícil establecer una distinción empírica entre ambas hipótesis, Shyam-Sunder y Myers (1999) demuestran que la teoría del equilibrio estático no puede explicar la correlación que suele observarse entre beneficios altos y coeficientes de endeudamiento bajos (véase también en Hogan and Hutson, 2005, un análisis de los datos empíricos).

13 Este problema de la asimetría de información entre el gerente de una empresa y las fuentes de financiación externa sobre el valor de los activos de la empresa y la rentabilidad probable del proyecto de inversión previsto es similar al problema de los "limones" examinado por Akerlof (1970).

14 Rajan y Zingales (1998) muestran que los coeficientes de endeudamiento también varían en función de la industria y que, por ejemplo, las corporaciones petroleras y químicas recurren más al endeudamiento para su financiación externa que las empresas farmacéuticas.

15 Además, la amenaza de absorción puede crear una tendencia al corto plazo y hacer que la ingeniería financiera resulte más rentable que el esfuerzo empresarial destinado a mejorar los productos y la productividad.

16 Además, es probable que la tendencia de los bancos al corto plazo en la elección de proyectos (destinada a maximizar la rentabilidad prevista de sus carteras de préstamos favoreciendo los proyectos a corto plazo con rendimientos concentrados en la fase inicial) retrase el proceso de aprendizaje empresarial.

17 La política de entrada limitada (es decir, el monopolio de duración limitada que tiene el banco que invierte en el descubrimiento de una empresa) funciona indirectamente como un derecho de patente del banco sobre el objeto del descubrimiento (es decir, la capacidad empresarial). Pero cuando hay un riesgo moral, el banco puede elegir un tipo de interés demasiado elevado. El control de los tipos de interés aplicados a los depósitos puede servir para hacer frente a esta situación, pero no contrarresta la tendencia al corto plazo. Una solución más factible, que tiene la ventaja adicional de ser relativamente fácil de aplicar, sería que el gobierno otorgara a las empresas nuevas e innovadoras garantías para la obtención de préstamos bancarios.

18 A menudo se considera también que los prestamistas informales tienen una ventaja sobre los prestamistas formales desde el punto de vista de la vigilancia y la aplicación (Ayyagari, Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 2008).

19 La existencia de un mercado nacional de bonos de empresas en moneda local también facilitaría la financiación externa de las inversiones. No obstante, la mayoría de los países en desarrollo no cuenta con ese tipo de mercado.

20 La importancia del capital riesgo aumentó considerablemente durante los años setenta y principios de los ochenta. Esta evolución estaba vinculada a la revolución de las TIC y al hecho de que esa revolución había sido impulsada en gran medida por pequeñas empresas privadas (Gompers and Lerner, 2001).

21 Hogan y Hutson (2005) proporcionan datos sobre Irlanda en apoyo de esta hipótesis y citan conclusiones similares de otros países desarrollados como Finlandia, los Estados Unidos y el Reino Unido. Sostienen que los inversores de capital riesgo parecen tener más capacidad que los bancos para superar los problemas de asimetría de información, pero que la razón fundamental de que los empresarios innovadores prefieran el capital riesgo a la deuda es su disposición a perder independencia y control para obtener la financiación que necesitan para llevar a cabo sus proyectos.

22 Mani y Bartzokas (2004) examinan el papel y el potencial del capital riesgo en los países desarrollados asiáticos.

23 Los bancos nacionales de desarrollo son sólo uno de los estratos de la amplia variedad institucional de bancos de desarrollo en general. Algunos bancos de desarrollo desarrollan su actividad a nivel mundial, como el Banco Islámico de Desarrollo, mientras que muchos operan a nivel regional (por ejemplo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Africano de Desarrollo o el Banco Interamericano de Desarrollo). Entre los bancos nacionales de desarrollo, sólo algunos desarrollan su actividad a nivel nacional, mientras que otros centran sus actividades en provincias o sectores económicos específicos.

24 Los programas de microcrédito han experimentado un crecimiento impresionante en los dos últimos decenios, pero no es probable que desempeñen un papel importante en la financiación de la inversión real. Por lo general, los microcréditos consisten en préstamos muy reducidos con plazos de vencimiento muy cortos y, por consiguiente, se utilizan en su mayoría para proporcionar capital de explotación o un bien de capital bastante sencillo para desarrollar actividades en el sector de los servicios (Kota, 2007).

25 Véase un estudio en *TDR 1991*, segunda parte, cap. III y Williamson y Mahar, 1998.

26 Argentina, Chile y Uruguay.

27 En América Latina, las reformas más radicales del sistema de pensiones tuvieron lugar en Chile (1981), Bolivia (1997), México (1997), El Salvador (1998) y la República Dominicana (2003). Otros países latinoamericanos, como la Argentina, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Nicaragua, el Perú y el Uruguay, también introdujeron la capitalización privada, pero sin eliminar completamente el componente público.

28 Para una información más detallada sobre las reformas financieras en el contexto general de la política industrial, véase Chang, 2006.

29 Por ejemplo, en la Arabia Saudita, las autoridades han propiciado la toma de acciones por los residentes en los grandes bancos extranjeros existentes, y han permitido a nuevos bancos extranjeros adquirir participaciones en bancos locales. En la República Árabe Siria, se produjo en 2002 la apertura del sistema bancario a nuevos establecimientos bancarios con un máximo del 49% de participación extranjera. En Bahrein, el gran número de bancos se debe al éxito de las actividades del centro bancario supranacional creado en los años setenta, pero ello no implica que el mercado bancario de Bahrein esté abierto a la competencia: los bancos que operan en la zona bancaria supranacional no están autorizados a hacer negocios en el mercado nacional baheriní, donde sólo pueden operar seis bancos (Corm, 2008).

30 Los activos acordes con la shariah representan más del 25% de los activos totales de la Arabia Saudita, Kuwait, el Líbano, Malasia, el Pakistán, la República Islámica del Irán y el Sudán.

31 Los tipos más comunes de acuerdo son Ijara, Murabaha, Mudarabah, Musharaka. Según el acuerdo Ijara

(arrendamiento), el prestamista compra equipo y se lo alquila al prestatario; el Murabaha (costo total) supone la compra de un bien por el prestamista y su venta (con un margen de beneficio) al prestatario; el Mudarabah es un acuerdo de participación en las ganancias entre el banco y el empresario según un coeficiente predeterminado; y el Musharaka es una especie de operación conjunta del prestamista y el prestatario, por la que se reparten los beneficios y las pérdidas.

32 Esto constituía una violación del espíritu del régimen de convertibilidad y la carta orgánica del Banco Central, pero después del retiro masivo de depósitos el Gobierno modificó la Ley de convertibilidad mediante un simple decreto.

33 El Gobierno ayudó al sistema bancario mediante dos mecanismos: la Corporación de Gestión de Activos de Corea (Korea Asset Management Corporation), que compró los préstamos improductivos, y la Corporación de Seguros de Depósito de Corea (Korea Deposit Insurance Corporation), que reembolsó los depósitos y recapitalizó las instituciones financieras nacionales.

34 En diciembre de 1996, 91 entidades financieras y de valores gestionaban el 21% del total de los activos financieros del sistema; cuatro años después quedaban sólo 21 de estas compañías, que controlaban el 3% de los activos totales.

35 En enero de 1998 se estableció el organismo de reestructuración de la banca de Indonesia (Indonesian Bank Restructuring Agency), encargado de reorganizar el sistema bancario mediante operaciones de cierre, adquisición, fusión y recapitalización. El número de bancos pasó de 238 en octubre de 1997 a 151 en diciembre de 2000 (Banco de Indonesia, 2000). Dos bancos estatales nuevos fueron creados durante ese período: el Banco Mandiri, producto de la fusión de cuatro bancos insolventes, y el Banco Ekspor Indonesia. Varios de los bancos restantes necesitaban ser recapitalizados. En principio, parte del capital adicional tenía que provenir de los aportes de los accionistas, pero "la carga de la recapitalización de los bancos recayó plenamente en el Gobierno pues dada la situación no se podía esperar que los inversores privados inyectaran capitales" (Pangestu, 2003: 16).

36 Los cuatro bancos principales recibieron 270.000 millones de yuan en 1998 y 60.000 millones en 2004-2005. Además, en 1999 pudieron transferir préstamos improductivos por un valor de 1,4 billones de yuan (170.000 millones de dólares) a las empresas de gestión de activos, valor que en 2004-2005 fue de 780.000 millones de yuan (95.000 millones de dólares).

37 En Ucrania y Kazajstán, por ejemplo, el número de bancos pasó respectivamente de 229 a 170 y de 101 a 33 entre 1996 y 2006.

38 El porcentaje del total de activos bancarios en bancos extranjeros en 2006 era del 46% en Armenia, 53% en la ex República Yugoslava de Macedonia, 72% en Kirguistán, 79% en Serbia, 87% en Georgia, 91% en Croacia, 92% en Montenegro y 94% en Bosnia y Herzegovina (BERD, 2007).

39 Benin (1988-1990), Camerún (1987-1993), Côte d'Ivoire (1988-1991), Ghana (1982-1989), Guinea (1985 y 1993-1994), Kenya (1985-1989 y 1993-1995), Nigeria (1991-1995), Senegal (1988-1991), República Unida de Tanzanía (1987-1990) y Uganda (década de 1990).

40 Según Daumont, Le Gall and Leroux (2004: 42), "los principales factores que explican las crisis bancarias en el África subsahariana parecen haber sido el intervencionismo del gobierno, las deficientes supervisión y regulación del sector bancario y los problemas de gestión"; en otras palabras, el problema no estribaba en que la liberalización y la desregulación eran excesivas, sino en que eran insuficientes.

41 En los países del Caribe, el crédito bancario destinado al sector privado fue en promedio considerablemente más alto que en América del Sur y Central, alcanzando más del 50% del PIB en el período 2004-2007. Esto podría explicarse por el grado relativamente alto de apertura al comercio internacional de bienes y servicios, especialmente el turismo, y por los servicios bancarios relativamente avanzados de los países de la región que son centros financieros extraterritoriales.

42 En la Argentina, cuando el peso fue devaluado en 2002, después de diez años de paridad fija, tanto los activos como los pasivos de los bancos se convirtieron a pesos pero a tipos de cambio diferentes (es decir 1 peso por dólar en el caso de los préstamos y 1,4 pesos por dólar en el caso de los depósitos). Los bancos fueron indemnizados por esa diferencia con bonos públicos.

43 Honohan y Beck (2007) constataron que en el período 2000-2004 la rentabilidad de los bancos extranjeros en África fue superior a la de sus filiales situadas fuera de África y también que dichos bancos extranjeros ganaban más que los bancos nacionales.

44 Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Perú, República Dominicana y Uruguay.

45 El paso de un sistema de reparto a uno de capitalización significa que las aportaciones a la seguridad social se pagarán a nuevos fondos de pensiones, mientras que el Estado seguirá pagando las pensiones actuales y las que deberán pagarse durante muchos años en virtud del sistema anterior.

46 Si se excluye a Chile del grupo, el porcentaje aumenta al 57%. Como Chile fue el primer país que reformó el sistema de pensiones (1980), los fondos de pensiones privados chilenos han acumulado la mayor cantidad de activos financieros de América Latina: 111.000 millones de dólares, o sea el 64% del PIB. Además, tienen la proporción más baja de bonos del Estado en el total de activos (8%). Sin

embargo, esa proporción fue muy superior en los años iniciales de la reforma (más del 40%), mientras los costos fiscales de la transición permanecieron siempre en los niveles más altos.

47 El fuerte endeudamiento de las empresas en moneda extranjera contribuyó en gran medida a los problemas financieros de muchas economías de Asia oriental en el bienio 1997-1998 (véase *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1998*, cap. III, e *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2004*, cap. IV).

48 La información procede de la serie de encuestas de empresas del Banco Mundial. En relación con las fuentes de financiación de la inversión, la encuesta pide a los gerentes de empresas que señalen la contribución de cada una de las fuentes de financiación enumeradas a las nuevas inversiones de su empresa (por ejemplo nuevos terrenos, construcciones, maquinaria y equipo). La información sobre las diversas fuentes se refiere más a la proporción de la financiación total que a los activos y las deudas. En el cuadro se consideran sólo los resultados más recientes de las encuestas específicas de países que se realizaron en diferentes años en el período 2002-2006. Las encuestas de 2006 no permiten determinar qué financiación procede de bancos de propiedad extranjera, del arriendo con opción de compra y de las tarjetas de crédito; sin embargo a juzgar por los resultados de los otros años, esas fuentes de financiación suelen carecer de importancia en las economías en desarrollo y en transición. No se incluyeron los resultados de las encuestas de 2007 porque no forman parte de la base de datos estandarizada de las encuestas de empresas del Banco Mundial.

49 Véase el *China Statistical Yearbook*, cuadro 6.4, en http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2007/indexeh.htm. Como se mencionó, la categoría "otros" del cuadro también incluye el arriendo con opción de compra, los bancos extranjeros y las tarjetas de crédito pero, al igual que en otros países en desarrollo, en China esas fuentes tienen muy poca importancia.

50 Por su balance correcto, el BNDES no se vio afectado por el programa de incentivos para la reducción de la participación de los Estados en las actividades bancarias (PROES) lanzado por el Gobierno del Brasil en 1995 (Levy Yeyati, Micco and Panizza, 2007: 217 y 218).

51 El BNDES financia el grueso de sus actividades con los beneficios de sus inversiones anteriores; también el Fondo de Protección de los Trabajadores (Fundo de Amparo ao Trabalhador - *FAT*) es otra fuente importante de financiación. Esta información procede del sitio web del BNDES: http://www.bndes.gov.br.

Bibliografía

Aglietta M and Orlean A (1982). *La violence de la Monnaie*. Paris, Presses Universitaires de France.

AIOS (Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones) (2007). *Boletín Estadístico* No. 18, December. Available at: www.aiosfp.org.

Akerlof GA (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 84(3): 488–500, August.

Allen F, Qian J and Qian M (2005). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics,* 77(1): 57–116.

Allen F, Qian J and Qian M (2008). China's financial system: Past, present and future. In: Rawski T and Brandt L, eds. *China's Great Economic Transformation*. Cambridge, Cambridge University Press.

Amsden AH (2001). *The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford and New York, Oxford University Press.

Amsden A and Euh Y-D (1990). Republic of Korea's financial reform: What are the Lessons? UNCTAD Discussion Paper No. 30. Geneva, UNCTAD, April.

Aslund A (1996). Russian banking: Crisis or rent-seeking? *Post-Soviet Geography and Economics*, 37(8): 495–502.

Ayyagari M, Demirgüç-Kunt A and Maksimovic V (2008). Formal versus informal finance: Evidence from China. Working Paper No. 4465, Washington, DC, World Bank, January.

Banco de México (2007). Historia sintética de la banca en México, October. Available at: www.banxico.gob.mx/sistemafinanciero/index.html.

Bank of Indonesia (2000). *Quarterly Banking Report*, Quarter IV. Jakarta.

Bank of Korea (2007). Financial system in Korea, December. Available at: www.bok.or.kr/contents_admin/info_admin/eng/home/public/public06/info/330.pdf.

Barnett S and Brooks R (2006). What's driving investment in China? Working Paper No. 06/265, International Monetary Fund, Washington, DC, November.

Batunanggar S (2002). Indonesia's banking crisis resolution: Lessons and the way forward. Paper presented at the Banking Crisis Resolution Conference (CCBS), London, 9 December.

BDDK (Banking Regulation and Supervision Agency of Turkey) (2001). Towards a sound Turkish banking sector. Ankara, 15 May.

Bonin J and Wachtel P (2002). Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade. BOFIT Discussion Paper No. 9, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Helsinki.

Bonin J and Wachtel P (2004). Dealing with financial fragility in transition economies. BOFIT Discussion Paper No. 22, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Helsinki.

Brownbridge M and Harvey C (1998). *Banking in Africa: The Impact of Financial Sector Reform Since Independence*. Oxford, James Currey Ltd.

Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina, *CEPAL Review* 61, April 1997.

Chamon M and Prasad E (2007). Why are saving rates of urban households in China rising? Discussion Paper No. 3191, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn.

Chang H-J (2006). *The East Asian Development Experience. The Miracle, the Crisis and the Future*. London, New York and Penang, Zed Books and Third World Network.

Chen JJ (2004). Determinants of capital structure of Chinese listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12): 1341–1351.

Corm G (2008). *Financial systems in the MENA region*. Background paper prepared for the *Trade and Development Report 2008*. Geneva, UNCTAD.

Daumont R, Le Gall F and Leroux F (2004). Banking in Sub-Saharan Africa: What Went Wrong? IMF Working Paper WP/04/55, Washington DC, International Monetary Fund.

Dullien S (2008). Central banking, financial institutions and credit creation in developing countries. Background paper prepared for the *Trade and Development Report, 2008*. Geneva, UNCTAD.

EBRD (2007). *Transition Report*. London, European Bank for Reconstruction and Development.

EBRD (various years). Structural change indicators. Available at: www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sci.xls.

ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1994). El Crecimiento Económico y su Difusión Social: el Caso de Chile de 1987 a 1992. LC/R.1483, Santiago, Chile, December.

Eichengreen B, Borensztein E and Panizza U (2006). A tale of two markets: Bond development in East Asia and Latin America. HKIMR Occasional Paper No. 3, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong, October.

Emran MS and Stiglitz JE (2007). Financial liberalization, financial restraint and entrepreneurial development. Available at: http://www.cid.harvard.edu/neudc07/docs/neudc07_s5_p02_emran.pdf.

EURASFI (Europe-Asie Finance) (2006). *La Chine: Un Colosse Financier? Le Système Financier Chinois à l'Aube du XXIE Siècle*. Paris, Vuibert.

Fazzari S, Hubbard G and Petersen BC (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 141–205.

Freitas MCP (2007). Transformações institucionais do sistema bancario brasileiro. Relatório do Projeto de Pesquisa: O Brasil na era da globalisação: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES. Mimeo.

Gompers P and J Lerner (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 145–168.

Hall BH (2002). The financing of research and development. NBER Working Paper No. 8773. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

He X and Cao Y (2007). Understanding high saving rate in China. *China and World Economy*, 15(1): 1–13.

Hicks J (1974). *The Crisis in Keynesian Economics*. Oxford, Basil Blackwell.

Hoffmaister AW, Roldós JE and Wickham P (1997). Macroeconomic Fluctuations in sub-Saharan Africa. IMF Working Paper WP/97/82, Washington DC, International Monetary Fund.

Hogan T and Hutson E (2005). Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. *Global Finance Journal*, 15(3): 369–387.

Honohan P and Beck T (2007). Making finance work in Africa. Washington, DC, World Bank.

IMF (various years). *Financial System Stability Assessment* (various country reports).

IMF (2005). *Global Financial Stability Report.* Washington, DC, IMF, September.

IMF (2006). *Global Financial Stability Report.* Washington, DC, IMF, September.

Khan H (2004). *Global Markets and Financial Crises in Asia: Towards a Theory for the 21st Century*. New York, Palgrave Macmillan.

Kim EH, Jarrell GA and Bradley M (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3): 857–878.

Kota I (2007). Microfinance: banking for the poor. *Finance and Development*, 44(2): 44–45.

Kregel J and Burlamaqui L (2006). Finance, competition, instability and development. Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics No. 4. Tallinn, Tallinn University of Technology.

La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57(1): 265–301.

Lerner J (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance*, 50(1): 301–318.

Levy Yeyati E, Micco A and Panizza U (2007). A reappraisal of state-owned banks. *Economia*, 7(2): 209–247.

Mani S and Bartzokas A (2004). Institutional support for investment in new technologies: the role of venture capital institutions in developing countries. In: Bartzokas A, ed. *Financial System, Corporate Investment in Innovation, and Venture Capital*. Cheltenham, Edward Elgar.

McKinnon R (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC, Brookings Institution.

Minsky HP (1982). The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. In: Kindelberger CP and Laffargue JP, eds. *Financial Crises*. Cambridge and New York, Cambridge University Press: 13–39.

Modigliani F and Miller M (1958). The cost of capital, corporation finance and investment. *American Economic Review*, 48(3): 261–297.

Mohanty MS and Turner P (2008). Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new? *BIS Papers* No 35. Basle, Bank for International Settlements.

Myers SC (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 81–102.

Myers SC and Majluf N (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187–221.

Ocampo JA and Vos R (2008). Policy space and the changing paradigm in conducting macroeconomic policies in developing countries. In: New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability, *BIS Papers* No 36, Bank for International Settlements, Basel, February.

Pangestu M (2003). The Indonesian bank crisis and restructuring: Lessons and implications for other developing countries. G-24 Discussion Paper No 23. New York and Geneva, UNCTAD, November.

Quintyn M (2008). Building supervisory structures for Africa: An analytical framework to guide the process. Paper prepared for the joint IMF/Africa Institute High-Level Seminar on African Finance in the 21st Century, held in Tunis, Tunisia, 4–5 March.

Quispe-Agnoli M and Vilán D (2008). Financing trends in Latin America. In: New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability, *BIS Papers* No. 36, Bank for International Settlements, Basel, February.

Rajan R and Zingales L (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3): 559–586.

Ratha D, Sutle P and Mohapatra S (2003). Corporate financing patterns and performance in emerging markets. In: Litan R, Pomerleano M and Sundararajan V, eds. *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries.* Washington, DC, Brookings Institution.

Sáinz P and Calcagno A (1999). La economía brasileña ante el Plan Real y la crisis. Serie temas de coyuntura 4, ECLAC, Santiago, Chile, July.

Senbet L (2008). African stock markets. Paper prepared for the joint IMF/Africa Institute High-Level Seminar on African Finance in the 21st Century, held in Tunis, Tunisia, 4–5 March 2008.

Shaw E (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press.

Shyam-Sunder L and Myers SC (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2): 219–244.

Singh A (1997) Savings, investment and the corporation in the East Asian miracle. *Journal of Development Studies*, 34(6): 112–137.

Stiglitz J (1994). The role of the state in financial markets. In: *Proceedings of the World Bank, Annual Conference on Development Economics.* Washington, DC, World Bank, March.

Turner P (2003). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. In: Litan RE, Pomerleano M and Sundararajan V, eds. *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*. Washington, DC, Brookings Institution Press.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report*. United Nations publications, New York and Geneva.

UNCTAD (2007). Global and regional approaches to trade and finance. Document UNCTAD/GDS/2007/1. New York and Geneva, United Nations.

Williamson J and Mahar M (1998). A survey of financial liberalisation. *Essays in International Finance* (211). Princeton, NJ, Princeton University, Department of Economics.

World Bank (1989). *World Development Report* 1989. Washington, DC, Oxford University Press.

World Bank (1994). *Averting the Old Age Crisis*. New York, Oxford University Press.

World Bank (2007). *Global Development Finance: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*. Washington, DC, World Bank.

Yu Y (2008). China's development finance. Background paper prepared for the *Trade and Development Report 2008.* Geneva, UNCTAD.

Capítulo V

ASISTENCIA OFICIAL PARA EL DESARROLLO EN LA PERSPECTIVA DE LOS ODM Y DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

A. Introducción

El octavo Objetivo de Desarrollo del Milenio (ODM), Fomentar una asociación mundial para el desarrollo, define un marco para las relaciones económicas entre los países desarrollados y en desarrollo en el que la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) adquiere una importancia crucial. Todos los Estados que suscribieron el Consenso de Monterrey (United Nations, 2002) reconocían que para ayudar a los países en desarrollo a cumplir los ODM era necesario adoptar medidas concretas para respetar los niveles cuantitativos de AOD que figuraban desde hacía tiempo en la agenda de la cooperación internacional. Además, la mayoría de los donantes miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD), de la OCDE, se fijaron en 2005 unos objetivos ambiciosos de aumento de su AOD. Sin embargo, a pesar de un aumento sustancial de los desembolsos de AOD, la mayoría de los donantes no estaba en camino de cumplir esos objetivos en 2007 (OECD, 2008)[1].

A pesar de un aumento sustancial de los desembolsos de AOD, la mayoría de los donantes no estaba en camino de aportar en 2007 los niveles de AOD fijados como objetivo.

Los donantes bilaterales y multilaterales supeditan desde los años ochenta los convenios de ayuda a condiciones de carácter político cada vez más exigentes, para conseguir que la ayuda se utilice con mayor eficacia. Las cuestiones que plantean el tipo, las fuentes, el propósito y los canales de la ayuda tienen una importancia trascendental en el debate general sobre la eficacia de la ayuda. Las políticas que han orientado los flujos de AOD a lo largo de los últimos diez años aproximadamente se basan en la creencia de que, a largo plazo, mejores instituciones significan crecimiento más rápido. Por eso, la eficacia de la ayuda se asocia cada vez más con mejores instituciones y políticas. Y por eso, a pesar de las escasas pruebas de que exista tal correlación, la ayuda se condiciona frecuentemente al buen gobierno.

Los criterios que se utilizan para medir la eficacia de la ayuda no siempre son claros. Sin duda, el destino sectorial de la AOD (y su relación con la economía productiva) permite diferenciar el efecto de un paquete de medidas concretas de ayuda en el crecimiento. Para la mayoría de los donantes, las consideraciones de política que mueven la ayuda tienen un carácter tan imperativo como las medidas

destinadas a garantizar su uso transparente y eficaz por los beneficiarios. Para un país en desarrollo pobre, por el contrario, la armonización, simplificación y previsibilidad de los flujos de ayuda tienen una importancia vital en la medida en que faculten y capaciten a los gobiernos a asumir su papel en el desarrollo. En el marco de los ODM, la eficacia de la ayuda se mide teniendo en cuenta que su nivel y calidad debe permitir a los países receptores cumplir esos objetivos en 2015.

En el Consenso de Monterrey se reconoció también el papel que pueden desempeñar fuentes innovadoras de financiación del desarrollo y se destacó la necesidad de que las instituciones financieras internacionales siguieran recibiendo unos fondos adecuados. En este capítulo se examinan las tendencias mostradas por la AOD desde el principio del nuevo milenio y se evalúa su repercusión mensurable, y la posible, sobre los indicadores básicos del desarrollo, en especial los ODM. Se muestra que, si bien los países donantes han hecho esfuerzos considerables por aumentar su AOD de acuerdo con sus nuevos y antiguos compromisos, todavía hay una considerable distancia entre las corrientes reales de AOD y la ayuda que se estima necesaria para poder cumplir los ODM. Además, existe el peligro de que el diseño de la AOD se centre demasiado en los próximos años en que mejoren los indicadores que se utilizan para medir el cumplimiento de los ODM. Al mismo tiempo, se corre el peligro de que se abandone la AOD que antes se destinaba a mejorar la capacidad productiva, crear empleo, aumentar el valor añadido interno y contribuir al cambio estructural. Sin embargo, sin esas inversiones es improbable que la reducción de la pobreza y el mejoramiento de los demás indicadores del desarrollo social y humano sean sostenibles.

B. Fundamento de la AOD

La justificación económica de la concesión de ayuda a los países más pobres se sigue basando todavía mucho en los modelos de crecimiento y acortamiento de distancias de los años cincuenta y sesenta[2]. La hipótesis es que la ayuda puede dar un impulso inicial a la formación interna de capital, lo que hará que aumenten los ingresos fiscales, los ingresos de exportación y la renta por habitante. Con el tiempo, el crecimiento y el desarrollo podrán autosostenerse y desaparecerá la necesidad de ayuda (UNCTAD, 2000 y 2006).

La ayuda puede dar un impulso inicial a la formación interna de capital.

Tradicionalmente la premisa en que se basa la transferencia de recursos financieros de los países industrializados, con abundancia de capital, hacia los países en desarrollo, con escasez de capital, es que se necesitan nuevos recursos para crear o mejorar la capacidad productiva al mismo tiempo que se pone en marcha el proceso de crecimiento y cambio estructural. Para describir esta situación formalmente se puede utilizar un modelo de crecimiento económico que prevea que la diferencia crónica entre el ahorro interno y la inversión total necesaria para lograr la elevada tasa de crecimiento deseada sin generar una deuda insostenible se colmará con financiación exterior (Rosenstein-Rodan, 1961).

Desde otra perspectiva, se presupone que el crecimiento y el cambio estructural en un país de bajos ingresos típico están frenados por el hecho de que las importaciones que se consideran esenciales para acelerarlos son mayores que las exportaciones potenciales del país. La consecuencia es un déficit de divisas, que será idéntico al déficit de ahorro si se traduce en déficit por cuenta corriente. Sin embargo, la teoría del déficit de divisas tiene también una vertiente estructural, pues el déficit por cuenta corriente se

debe a la necesidad de bienes de capital e intermedios que no se producen en el país pero se necesitan para fortalecer los sectores productivos y diversificar las economías de los países de bajos ingresos, los cuales no disponen normalmente más que de un acceso muy limitado a capitales privados externos en el mejor de los casos.

El hecho de que los países en desarrollo hayan registrado, como grupo, unas salidas netas de capital desde finales de siglo puede dar la impresión de que algunos de ellos no necesitan ya financiación externa del desarrollo puesto que pueden asegurarse un desarrollo económico y social estable mediante un crecimiento orientado a la exportación y una gestión macroeconómica que evite los déficit por cuenta corriente sin sacrificar el crecimiento (véase el capítulo III *supra*). Sin embargo, cabe señalar que el comportamiento de la cuenta corriente de los países en desarrollo como grupo está muy influido por el de las economías en desarrollo de mayor tamaño, pues son muchos los países en desarrollo que siguen teniendo un déficit estructural, achacable al reducido tamaño de su base exportadora y a su necesidad de considerables importaciones de capital y de bienes intermedios para ampliarla. En efecto, algunos de estos países han sufrido un deterioro de su cuenta corriente, que ha supuesto en algunos casos una conversión de los excedentes en déficit, entre 1992-1996 y 2002-2006 (cuadro 5.1). Durante este período, 60 de los 113 países en desarrollo y economías en transición sobre los que se dispone de información fiable mejoraron el saldo de su cuenta corriente, y 53 lo empeoraron. De las 10 economías en transición incluidas en la muestra, la mitad mejoró el saldo, y 44 de los 72 países en desarrollo de la muestra que no están clasificados como países menos adelantados (PMA) mejoraron el saldo de su cuenta corriente (es decir, más del 60%), mientras que sólo 11 de los 31 PMA hicieron lo propio (es decir, el 35%). Casi dos tercios de los PMA sufrieron un deterioro de su cuenta corriente a pesar de que el entorno externo era en general favorable al desarrollo. Durante el período 2002-2006 hubo 39 países en desarrollo y 3 economías en transición, incluidos 6 PMA, que fueron exportadores netos de capital.

Teniendo en cuenta las consideraciones que hicimos en el capítulo III sobre el papel que desempeñan los tipos de cambio reales en la definición de la posición por cuenta corriente de los países, puede ser útil comparar la evolución de la cuenta corriente de estos países y los cambios experimentados por los promedios de los tipos de cambio reales entre

Cuadro 5.1

SALDOS POR CUENTA CORRIENTE: VARIACIÓN ENTRE 1992-1996 Y 2002-2006

(Número de países)

	Economías desarrolladas	*Países en desarrollo*		*Economías en transición*
		de los que:		
		Todos	*PMA*	
Mejora del saldo por cuenta corriente				
Total	12	55	11	5
Mayor excedente	7	14	2	1
Menor déficit	0	16	4	3
Sustitución del déficit por excedente	5	25	5	1
Deterioro del saldo por cuenta corriente				
Total	23	48	20	5
Mayor déficit	18	41	18	5
Menor excedente	0	1	0	0
Sustitución del excedente por déficit	5	6	2	0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información del *Handbook of Statistics* de la UNCTAD.

1992-1996 y 2002-2006[3]. En algunos de los países en desarrollo que experimentaron un deterioro de su cuenta corriente, este deterioro se vio acompañado de una apreciación considerable de su tipo de cambio real, pero en la mayoría de estos países el saldo por cuenta corriente empeoró a pesar de que el tipo de cambio real se depreciara más de 10 puntos porcentuales. Estos hechos sugieren que, si bien el tipo de cambio real tiene trascendencia, la cuenta corriente de muchos países en desarrollo está también muy influida por las fluctuaciones de la relación de intercambio y por distintos factores estructurales que hacen que sus economías sean menos sensibles a estas políticas que las de los países más avanzados.

Aparte de estas consideraciones macroeconómicas cabe presentar otro argumento en favor de la AOD, referente a las finanzas públicas. En la mayoría de los países de bajos ingresos, la capacidad del gobierno de aportar bienes públicos en apoyo del crecimiento y el desarrollo está limitada por su reducida base de ingresos y sus dificultades institucionales para recaudar impuestos. El desfase fiscal resultante sigue siendo un motivo importante para que se facilite AOD a los países menos adelantados y otros países de bajos ingresos, bajo la forma de apoyo

Cuadro 5.2

PORCENTAJE DE LOS GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL CUBIERTOS POR LA AYUDA, 2002-2006

(Número de países)

	Países en desarrollo		
	de los que:		*Economías en transición*
	Todos	*PMA*	
Más del 25%	18	13	5
Más del 50%	13	11	3
Más del 75%	10	9	1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información del *Handbook of Statistics* de la UNCTAD.

Nota: El universo de la muestra está formado por 69 países en desarrollo (de los que 17 son PMA) y 12 economías en transición.

presupuestario. En 23 de los 81 países en desarrollo y economías en transición sobre los que se dispone de información fiable, la AOD facilitada por miembros del CAD de la OCDE cubrió más del 25% de los gastos del gobierno central durante el período 2002-2006, y en 16 países ese porcentaje sobrepasó el 50% (cuadro 5.2). En cuanto a los PMA, un porcentaje especialmente amplio dependió en medida importante del apoyo presupuestario recibido a través de AOD: el 76% de los PMA dependía de la AOD para cubrir más de una cuarta parte de los gastos de su gobierno central, y el 65% para cubrir más de la mitad de esos gastos.

De acuerdo con el compromiso de la comunidad internacional de hacer del cumplimiento de los ODM un proyecto común, el objetivo general de la AOD se ha desplazado y en lugar de prestarse atención al crecimiento económico como condición para la realización de objetivos sociales se presta ahora atención al cumplimiento de los objetivos mismos de carácter social, humano y ambiental[4].

C. Tendencias recientes de la AOD

1. Flujos agregados de AOD

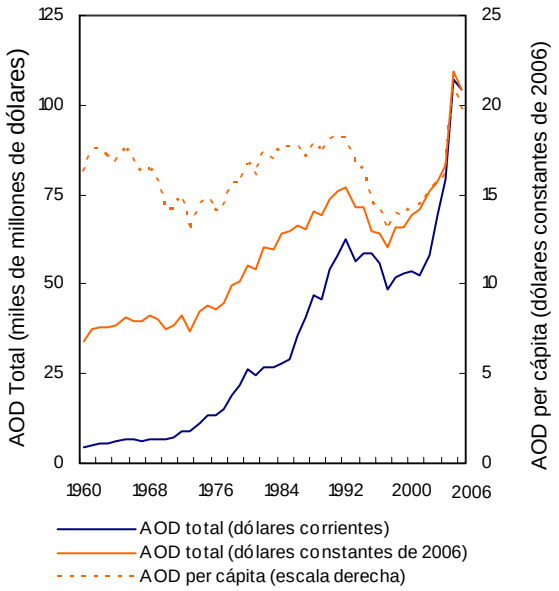
La principal fuente de información sobre la AOD es el Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) de la OCDE[5]. El CAD define la AOD como los flujos financieros procedentes de organismos oficiales, incluidos los gobiernos centrales y locales de los Estados miembros del CAD, que se administran con el objetivo principal de promover el desarrollo económico y el bienestar de los países en desarrollo[6]. La AOD se puede facilitar en su totalidad con carácter de donación, pero también puede consistir en préstamos en condiciones favorables con un componente de donación no inferior al 25%[7]. La AOD puede adoptar la forma de aportaciones financieras, alivio de la deuda o entrega de bienes y servicios en especie. La valoración de las ayudas que no consisten en una aportación financiera complica la medición de la AOD. Además, la presentación de la información puede distorsionar en algunos casos la comprensión de los flujos de ayuda realmente desembolsados, en particular si se incluyen las cancelaciones de deuda que no suponen ningún flujo de recursos financieros hacia los países beneficiarios.

Según los datos del CAD, la AOD agregada ha aumentado considerablemente con respecto al promedio de los años noventa, y en particular desde 2002 (gráfico 5.1 y cuadro 5.3). Sin embargo, dado que la AOD había disminuido espectacularmente entre 1993 y 1999, el promedio de la AOD per cápita desde el inicio del nuevo milenio no ha sido muy superior en términos reales al de los años sesenta y ochenta (gráfico 5.1), a pesar de su recuperación a partir de 2000.

Entre 2000 (año en que se aprobaron los ODM) y 2006, el crecimiento medio anual de la AOD total en términos reales fue casi del 9%. La AOD bilateral

Gráfico 5.1

TENDENCIAS A LARGO PLAZO DE LA AOD, 1960-2006



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información en línea facilitada por la OCDE en la base de datos *International Development Statistics* (OECD-IDS).
Nota: Los datos transmitidos por los donantes reflejan los desembolsos netos. Los datos en términos reales se han obtenido utilizando el mismo deflactor que el CAD.

fue el motor de esta tendencia ya que su crecimiento medio anual fue superior al 11%. Esto demuestra que los donantes respondieron positivamente a los compromisos que adquirieron al iniciarse el nuevo milenio. Sin embargo, sigue pendiente de resolver la cuestión de si la ampliación de la AOD ha mantenido el ritmo de la prevista en los compromisos iniciales de los donantes y permite hacer frente a los principales retos que plantea el cumplimiento de los ODM, por no hablar de las nuevas demandas motivadas por recientes preocupaciones mundiales como el cambio climático y la seguridad alimentaria y de abastecimiento de agua (véase la sección E *infra*).

2. Fuentes, categorías y distribución de la AOD

Dado que la mayoría de la AOD mundial procede de donantes que son miembros del CAD de la OCDE, el análisis que se expone en el resto del capítulo se basa en las corrientes de AOD procedentes de estas fuentes salvo indicación en contrario. Sin embargo, se debe señalar que las contribuciones de donantes bilaterales que no son miembros del CAD han aumentado y pueden ser una fuente importante de financiación para algunos receptores individuales. En el período 2004-2006, la AOD facilitada por países que no son miembros del CAD se duplicó en comparación con 2000-2002, pero siguió representando menos del 3% de la AOD facilitada por miembros del CAD (cuadro 5.3). En los años noventa,

Cuadro 5.3

PRINCIPALES TIPOS DE AOD, PROMEDIOS DE 2000-2002 Y 2004-2006

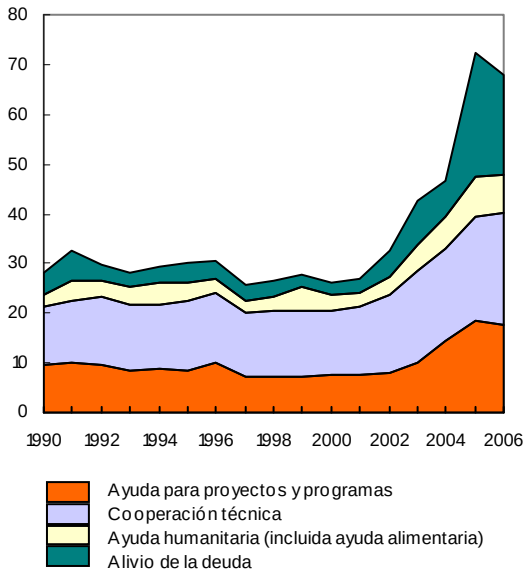
	2000-2002	*2004-2006*	*Variación porcentual entre períodos*
	Millones de dólares		
AOD total de miembros del CAD	54.823	96.984	77
Multilateral	17.512	25.747	47
Bilateral	37.311	71.237	91
Distinta de donaciones	1.855	-2.146	-216
Donaciones	35.456	73.383	107
Ayudas a proyectos y programas	7.864	16.953	116
Cooperación técnica	13.940	20.559	47
Ayuda humanitaria (incluida ayuda alimentaria)	3.403	7.355	116
Alivio de la deuda	3.400	17.542	416
Otras	6.848	10.974	60
	Porcentaje de la AOD total de miembros del CAD		
Multilateral	32	27	-16
Bilateral	68	73	7
Distinta de donaciones	3	-2	-168
Donaciones	65	75	17
Ayudas a proyectos y programas	14	18	22
Cooperación técnica	25	21	-16
Ayuda humanitaria (incluida ayuda alimentaria)	6	8	23
Alivio de la deuda	6	17	184
Otras	13	11	-8
Partida pro memoria:			
AOD total de no miembros del CAD (millones de dólares)	1.411	2.820	100

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

Gráfico 5.2

ALGUNOS TIPOS DE AOD, 1990-2006

(Miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes reflejan los desembolsos netos.

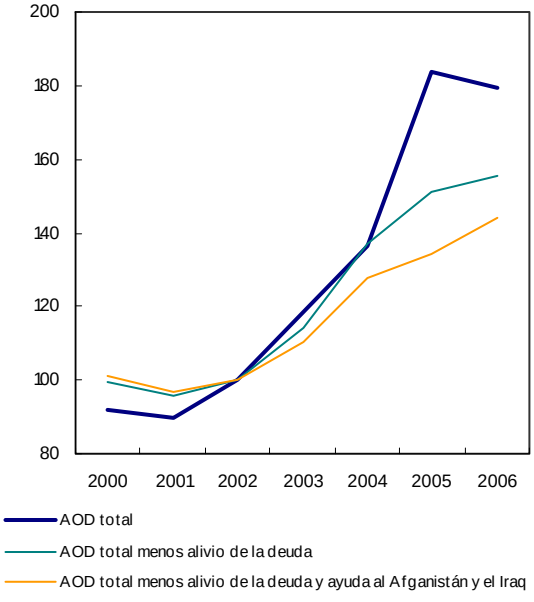
los donantes de Asia occidental fueron la fuente más importante de AOD facilitada por países no miembros del CAD, y sus desembolsos fueron también los más estables. Posteriormente, como resultado indirecto del rápido crecimiento del INB de Asia oriental, los flujos de AOD procedentes de esta región crecieron rápidamente y superaron a los de Asia occidental en 2005[8]. Los programas de ayuda de países no miembros del CAD son muchas veces atractivos para los países en desarrollo porque normalmente suponen menos limitaciones, procedimientos burocráticos y condiciones. Por otro lado, los préstamos oficiales de países no miembros del CAD son criticados porque no se conceden en condiciones favorables y, al no estar coordinados, pueden aumentar el riesgo de nuevos problemas de endeudamiento y socavar los progresos en el mantenimiento de unos niveles sostenibles de deuda, logrados en parte gracias a iniciativas bilaterales y multilaterales de alivio de la deuda.

El porcentaje de la AOD total facilitada por los países miembros del CAD a título de donación ha ido aumentando continuamente a lo largo de los últimos 20 años, representando más del 75% de los flujos netos de AOD totales procedentes de estos países en 2006. El saldo neto de los flujos de préstamos es negativo desde 2003, lo que indica un reembolso neto de préstamos en condiciones favorables. En gran medida, el mayor porcentaje de las donaciones dentro de la AOD total es atribuible a la inclusión en las estadísticas de las medidas de alivio de la deuda. En efecto, el alivio de la deuda fue el factor dominante del aumento del nivel medio de AOD entre 2000-2002 y 2004-2006. En 2005 representaba casi dos tercios del aumento de la AOD, cuando la cifra total acumulada llegó a un máximo histórico, y en 2005-2006 alrededor del 30% de todas las donaciones otorgadas (gráfico 5.2). En 2004-2006 el alivio de la deuda cuadruplicaba las cifras de 2000-2002, según las estadísticas de la OCDE. En los próximos años es posible que este aumento de la AOD total se detenga, por lo menos parcialmente,

Gráfico 5.3

AOD MENOS ALIVIO DE LA DEUDA Y AYUDA AL AFGANISTÁN Y AL IRAQ, 2000-2006

(Índice: 2000 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

pues el Club de París ha completado unos programas inusualmente amplios de alivio de la deuda de algunos países que no son PPME y deben disminuir las cancelaciones de deuda de la Iniciativa relativa a los PPME. Mientras tanto, otras categorías de AOD han crecido mucho menos: en términos nominales, la AOD bajo la forma de cooperación técnica aumentó un 47% entre 2000-2002 y 2004-2006, y la ayuda para proyectos y programas, que es la categoría de AOD que permite mayor margen de actuación fiscal a los países receptores, un 116% (cuadro 5.3).

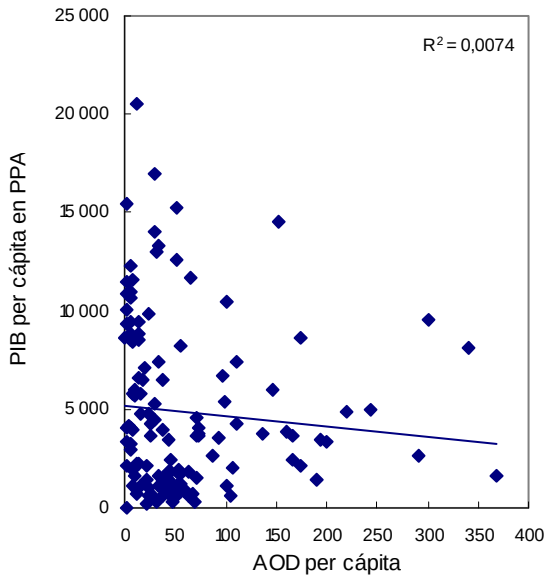
Otro factor que ha intervenido en el reciente aumento de la AOD acumulada, además del alivio de la deuda, es la asistencia prestada a unos pocos países que se encuentran en circunstancias especiales, principalmente el Afganistán y el Irak (gráfico 5.3). No cabe duda de que la asistencia que se presta a países que acaban de salir de una situación de guerra, conflicto político u otras crisis excepcionales es un elemento indispensable de una alianza mundial para el desarrollo eficaz. Sin embargo, si esa ayuda se añade a los flujos ordinarios de AOD hacia otros países en desarrollo se puede distorsionar la imagen general. Si se excluye el incremento temporal del alivio de la deuda y los flujos adicionales de ayuda a estas dos economías destrozadas por la guerra, el aumento de la AOD, aunque considerable, resulta más modesto.

Dejando al margen la asistencia a los países que están emergiendo de crisis importantes, cabría esperar que la AOD se estaría encaminando principalmente hacia los países que más la necesitan, como indicaría un PIB per cápita bajo. Sin embargo, no existe empíricamente ninguna correlación significativa (gráfico 5.4). Además, como se verá más adelante, la correlación entre los indicadores de

Gráfico 5.4

PIB Y AOD PER CÁPITA, PROMEDIO DE 2004-2006

(Dólares corrientes)

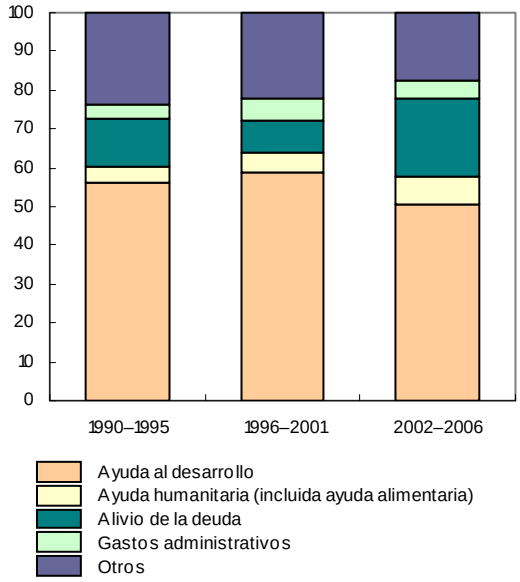


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; base de datos de la División de Estadística de las Naciones Unidas (UNSD); y base de datos del FMI, *World Economic Outlook*.
Nota: PIB ajustado a la paridad de poder adquisitivo (PPA).

Gráfico 5.5

COMPOSICIÓN DE LA AOD TOTAL, POR SECTORES PRINCIPALES, 1990-2006

(Promedio en porcentaje)

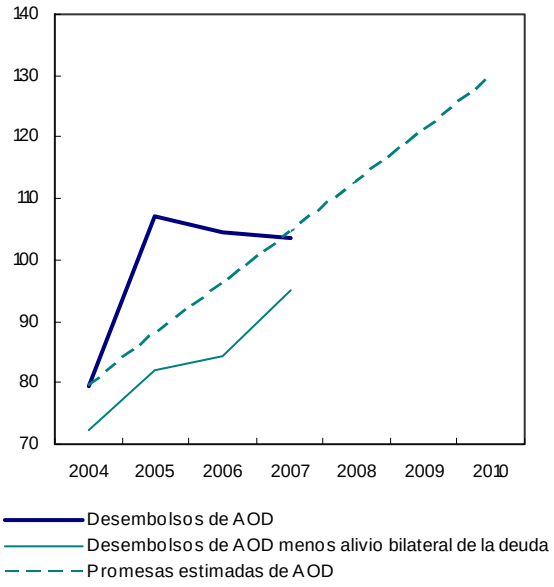


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos. Por "otros" se entiende: ayuda multisectorial/transversal, apoyo a las ONG, refugiados en países donantes, ayuda en especie/asistencia general a programas y sectores sin atribuir/no especificados.

Gráfico 5.6

DESEMBOLSOS Y PROMESAS ESTIMADAS DE AOD, 2004-2010

(Miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; y G-8 (2005) para las estimaciones de la OCDE de las promesas de AOD.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

necesidades de inversión o de gasto social, por un lado, y las categorías específicas de AOD, por otro, es escasa.

Esta evolución ha dado lugar a una modificación de la composición de la AOD total en detrimento de lo que podría denominarse "ayuda al desarrollo" (es decir, la AOD facilitada para prestar apoyo a la infraestructura económica y social y a sectores productivos), cuyo porcentaje disminuyó del 59% a finales de los años noventa al 51% en el período 2002-2006 (gráfico 5.5).

3. Relación entre el alivio de la deuda y otras formas de AOD

Aunque la Iniciativa de alivio de la deuda para los PPME se concibió partiendo del supuesto de que ese alivio supondría un aumento del volumen total neto de AOD, durante los cinco años siguientes a su aprobación se produjo una rápida caída de las transferencias netas totales de AOD en comparación con las tendencias anteriores. La AOD agregada empezó a recuperarse a partir de 2002, registrándose aumentos sustanciales de todas las categorías de ayuda, pero eso no demuestra que el alivio de la deuda fuera adicional a otras formas de ayuda.

Según Arslanalp y Henry (2006), el alivio de la deuda que supuso la Iniciativa relativa a los PPME no fue adicional a la AOD, y el Banco Mundial (2006) considera que no lo fue hasta 1999, pero sí posteriormente. Sin embargo, ninguno de estos estudios contiene un análisis econométrico formal de la relación entre el alivio de la deuda y la AOD total similar al que se ofrece en el anexo de este capítulo sobre el período 2000 a 2006[9].

Para valorar hasta qué punto el alivio de la deuda concedido es adicional a la AOD total es necesario proceder a una comparación con una situación hipotética (es decir, de no haber sido por el alivio de la deuda, cuál sería la cuantía de la AOD facilitada). Una forma de fundamentar esta hipótesis sería considerar las distintas promesas de los principales países donantes de aumentar su AOD hasta un nivel determinado y en un determinado plazo (G-8, 2005). En 2005, la OCDE estimó, a partir de estos compromisos de los donantes y otros factores relevantes, que la AOD del G-8 y de otros donantes a los países en desarrollo en su totalidad sería 50.000 millones de dólares superior en 2010 a la de 2004. Si esta estimación se traduce en aumentos anuales lineales, y si estos aumentos se comparan con los desembolsos reales, la AOD total, excluido el alivio de la deuda, ha sido considerablemente inferior a la línea tendencial de aumento que cabría establecer a partir de las promesas de los donantes (gráfico 5.6).

El análisis econométrico de la relación del alivio de la deuda con la AOD total que se realiza en este *Informe* se basa en una definición restrictiva de esa relación conforme con el Consenso de Monterrey que estipula que el alivio de la deuda "debería financiarse íntegramente con recursos adicionales" (párr. 49) y que los donantes tienen que "asegurarse de que los recursos que suministren para el alivio de la deuda no menoscaben los de AOD" (párr. 51).

Sin salirse de esta definición, la relación entre el alivio de la deuda y la AOD total se puede valorar desde el punto de vista de los donantes o desde el punto de vista de los receptores. Desde el primero, el

alivio de la deuda es adicional a la AOD si no reduce el total de ésta una vez restado el alivio de la deuda que haya otorgado cada donante. Desde el segundo, el alivio de la deuda será adicional si los países que lo reciben en mayor medida no reciben menos AOD una vez deducido ese alivio. La constatación de que el alivio de la deuda es adicional desde el punto de vista de los receptores pero no lo es desde el punto de vista de los donantes parece sugerir que por cada receptor de alivio de la deuda que reciba una AOD constante (o en aumento) una vez deducido ese alivio habrá un país pobre que no recibirá alivio de la deuda y que además recibirá también menos AOD.

El análisis de la relación entre el alivio de la deuda y la AOD total que contiene el anexo de este capítulo permite constatar que, desde el punto de vista de los donantes, cada dólar añadido al alivio de la deuda produce una reducción de 0,22-0,28 dólares de otras formas de AOD. Además, el análisis estadístico, que incluye el período anterior a la Iniciativa relativa a los PPME, muestra que si se divide a los países donantes en tres grupos (los parsimoniosos (los que facilitan poca ayuda), los generosos (los que facilitan mucha ayuda) y los intermedios (todos los demás países)), el alivio de la deuda desplaza al resto de la ayuda que facilitan los países generosos. Las estimaciones de las regresiones indican que el alivio de la deuda para este grupo de países no es adicional a la AOD, incumpliendo así la definición de la relación entre ellas que hemos utilizado. En el caso de los países intermedios, el coeficiente de ese desplazamiento se aproxima al 40% y en el caso de los países parsimoniosos ese coeficiente es positivo (aunque no sea significativo en términos estadísticos).

Desde el punto de vista de los receptores, los resultados del análisis estadístico sugieren que no hay datos firmes que permitan hablar de desplazamiento o de atracción de AOD. De hecho, el estudio del apéndice muestra que los resultados varían si se utilizan técnicas estadísticas distintas: con algunas se encuentran pruebas de unos efectos reducidos de desplazamiento y con otras de pequeños efectos de atracción. Frente a las conclusiones del Banco Mundial (2006), según el cual el alivio de la deuda que supuso la Iniciativa relativa a los PPME se ha convertido en un sumando en los últimos años, las comprobaciones que se reproducen en el anexo de este capítulo no permiten concluir que el resultado sea ése. Si se acepta el principio de que para mantener los términos de la relación prevista es necesario que el alivio de la deuda sea adicional a otras formas de AOD tanto desde el punto de vista de los donantes como desde el punto de vista de los receptores, los resultados del análisis estadístico descritos en el anexo llevan a concluir que el alivio de la deuda que supuso la Iniciativa relativa a los PPME no ha cumplido totalmente con el criterio de adicionalidad previsto.

El razonamiento en que se basan las iniciativas de alivio de la deuda es que liberan los recursos fiscales que antes se destinaban a pagar el servicio de la deuda, lo que permite desviar recursos presupuestarios hacia gastos sociales. Para ello se parte del supuesto de que se estaba pagando el servicio de la deuda cancelada, pero la realidad es que en muchos casos la deuda cancelada estaba vencida cuando se condonó (véase también el capítulo VI, sección C). Además, los pagos por el servicio de la deuda que supuestamente se liberan para poder destinarlos a cubrir gastos sociales, según prevé la Iniciativa relativa a los PPME, son muy inferiores al valor de los títulos de deuda que se computan como AOD cuando se cancela deuda, lo que da lugar a que se sobreestime la asistencia prestada. Por lo tanto, las medidas de alivio de la deuda, aunque reduzcan la futura carga financiera que supone el servicio de los préstamos pendientes, sólo han supuesto un aumento limitado de los recursos que pueden destinarse inmediatamente a inversiones o gastos sociales en el mejor de los casos. Por tanto, en las siguientes secciones el análisis se centrará en la AOD excluido el alivio de la deuda, en lugar de prestarse atención a la AOD agregada.

> Las cancelaciones de deuda sólo han supuesto un aumento de los recursos en el mejor de los casos.

D. Eficacia de la AOD

1. El reciente debate sobre la eficiencia de la ayuda

El papel que la AOD puede desempeñar en apoyo del proceso de desarrollo depende no sólo de su nivel sino también de la eficacia con que es utilizada. En efecto, además de los propios compromisos asumidos por los países donantes y receptores en las distintas conferencias internacionales, la eficacia de la ayuda ha pasado a ocupar un lugar relevante en la agenda de la cooperación internacional para el desarrollo, reflejada en la Declaración de París sobre la eficacia de la ayuda y el Programa de Acción de Accra (OECD, 2005 y 2007; Accra High-Level Forum, 2008). El debate sobre la eficacia de la ayuda se centra actualmente, sobre todo, en las cuestiones que plantea la administración de la AOD, por ejemplo, la apropiación de los proyectos y programas financiados con AOD, la armonización de las formas de prestar ayuda, la responsabilidad mutua, la desvinculación de la ayuda y los marcos de información y evaluación (OECD, 2007).

En lo que respecta a la apropiación, se ha estipulado que, por principio, la AOD debe prestar apoyo a prioridades de desarrollo definidas por los propios interesados de los países beneficiarios, y no por los países donantes. Igualmente, se supone que las actividades de cooperación técnica sólo lograrán unos resultados óptimos si se adaptan a las necesidades de fomento de la capacidad que se determinen localmente. Además, la OCDE constató que los esfuerzos de los países en desarrollo por mejorar sus estrategias y presupuestos nacionales de desarrollo tenían que venir acompañados de esfuerzos de los países donantes por "utilizar mejor los presupuestos nacionales de los asociados" y "actuar agresivamente para reducir los gastos de transacción de la entrega y gestión de la ayuda" (OECD, 2007: 52).

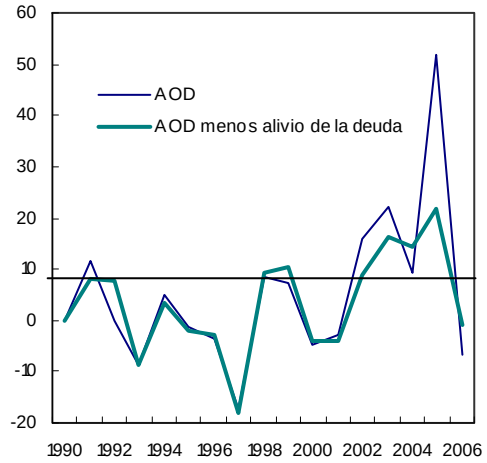
En la Declaración de París se reconoce que la estabilidad de los flujos de ayuda tiene una gran influencia en su eficacia. La estabilidad implica una volatilidad reducida de los desembolsos netos con respecto a lo previsto (lo que, de conformidad con los compromisos del Consenso de Monterrey, debería significar un aumento). También se puede interpretar que significa que los flujos de ayuda deben ser fiables y los desembolsos reales no deben ser, repetidas veces y por un margen sustancial, inferiores a las promesas de ayuda. Dado que las corrientes de AOD cubren una parte sustancial del gasto del gobierno central en muchos países receptores, su inestabilidad puede tener efectos inmediatos sobre la prestación de algunos bienes públicos esenciales. También reduce la eficacia de la ayuda en términos de contribución al crecimiento de la renta per cápita, como se examina en el apartado 2 *infra*. En realidad, la ayuda ha sido bastante volátil desde principios de los años noventa, lo que incluye reducciones en términos absolutos, de un año a otro, a mediados de los noventa y a partir de 2005 (gráfico 5.7). La incertidumbre de la ayuda, medida por la diferencia entre los desembolsos brutos y los compromisos formales, excluido el alivio de la deuda, ha aumentado desde 2002.

Una cuestión fundamental que plantea la eficacia de la ayuda es cuáles son las variables que permiten medirla. Tradicionalmente, el crecimiento de la renta per cápita ha sido un indicador fundamental de los progresos del desarrollo, pero a partir de la Declaración del Milenio, que no contiene ninguna referencia expresa al crecimiento, el centro de atención se ha desplazado hacia los ODM. Es evidente que los instrumentos y las metas intermedias tienden a variar en función del objetivo. Si este objetivo es que crezca la producción, las metas intermedias han de ser ampliar la capacidad productiva y mejorar la productividad, y para eso resulta indispensable

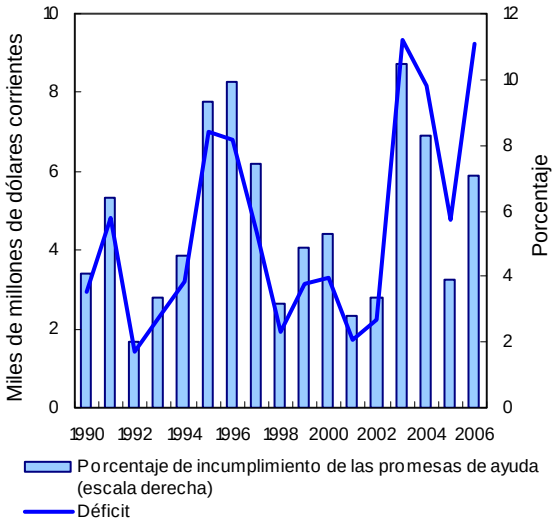
Gráfico 5.7

EVOLUCIÓN DE LA AOD BILATERAL, 1990-2006

A. Variación anual de los desembolsos
(Porcentaje)



B. Déficit[a]



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.
a Ayuda comprometida menos desembolsos brutos, excluido el alivio de la deuda.

financiar proyectos que contribuyan directa o indirectamente a tales fines. En cambio, si el objetivo es reducir la pobreza a corto plazo o de forma directa, las transferencias e inversiones directas y el gasto corriente en salud y educación se pueden utilizar también como instrumento u objetivo intermedio, aunque no tengan una incidencia mensurable en el crecimiento de la renta per cápita, o ésta sea sólo a muy largo plazo. Esta es la perspectiva desde la que se examinará a continuación la eficacia de la AOD, es decir, por qué acelera el crecimiento y permite el cumplimiento de los ODM.

2. Eficacia de la AOD para el desarrollo

La relación entre ayuda y crecimiento se ha analizado empíricamente y de forma detallada desde finales de los años sesenta, pero los resultados no han sido concluyentes. Incluso no cabe excluir que la relación sea la inversa (es decir, que el crecimiento aumente los flujos de AOD), porque algunos donantes pueden tender a recompensar los mejores resultados económicos. Sin embargo, en algunos estudios anteriores se había indicado que era necesario desglosar los flujos de ayuda para obtener resultados significativos sobre la relación entre AOD y crecimiento (Cassen, 1986), y estudios recientes que han seguido este planteamiento han constatado que la influencia a corto plazo de la ayuda en el crecimiento era considerablemente mayor que la que dejaban traslucir los estudios basados en información sobre la AOD agregada (para mayores detalles sobre estos estudios véase el recuadro 5.1).

Avanzando un paso más en este planteamiento analítico, se ha utilizado un cálculo econométrico (descrito con mayor detalle en el anexo de este capítulo) para analizar los flujos de AOD de distinto tipo hacia 162 países en desarrollo, bajo la forma de ayuda sectorial, apoyo a programas y presupuestos y alivio de la deuda, y su impacto en el crecimiento durante el período 1975-2006. Este análisis tiene en cuenta también otros factores como la calidad del gobierno, el grado de apertura y el nivel educativo logrado, que en general se considera que influyen en la relación ayuda/crecimiento.

Este análisis muestra que, dentro de la categoría de AOD sectorial, los flujos hacia la infraestructura económica contribuyen mucho al crecimiento económico, mientras que los destinados a infraestructura social y servicios no lo hacen. Esta constatación tiene importantes repercusiones en las políticas de financiación de los ODM y del desarrollo en general. Mientras que las ayudas a los sectores sociales son bienvenidas y deben incluso intensificarse en determinadas áreas o regiones, los desembolsos correspondientes

Recuadro 5.1

ESTUDIOS DE LA RELACIÓN ENTRE AYUDA Y CRECIMIENTO

Durante los años cincuenta y sesenta se mantuvo casi sin ninguna objeción científica la hipótesis de que la ayuda tiene una influencia positiva en el crecimiento. Papanek (1972) fue el primero que calculó unas regresiones del crecimiento en función de la ayuda. Para ello, dividió los flujos de capital extranjero en ayuda extranjera, inversión extranjera y otras entradas de capital para poder aislar así el efecto particular de la ayuda sobre el crecimiento. La correlación que constató era positiva. Chenery y Carter (1973) perfeccionaron el modelo del déficit de ahorro de los años sesenta y llegaron a la conclusión de que la ayuda podía colmar ese déficit de ahorro y divisas. De acuerdo con Rosenstein-Rodan, estas entradas adicionales de capital extranjero darían un "gran impulso" a las economías pobres.

Esta visión optimista fue cuestionada a principios de los años ochenta por su contradicción con los datos empíricos. Mosley (1980) introdujo la paradoja "micro-macro" para describir la relación entre ayuda y crecimiento. Según él, la AOD puede tener efectos positivos si se evalúan proyectos individuales a escala microeconómica, pero no hay pruebas que apoyen a escala macroeconómica el supuesto de que la ayuda tiene una influencia importante en el crecimiento. Otros analistas han buscado explicaciones al reducido impacto constatado de la ayuda en el crecimiento en los países en desarrollo y han criticado la AOD desde distintos ángulos: por ofrecer falsos incentivos, alentar la corrupción o perjudicar la iniciativa privada, siempre con efectos negativos para el crecimiento (véase, por ejemplo, Bauer, 1982).

Hasta mediados los años noventa, la opinión general sobre el impacto de la ayuda en el crecimiento fue bastante pesimista. Boone (1996) constataba que, por término medio, la ayuda tenía un impacto nulo, dado que la causa de la pobreza no era la escasez de capital, y que los flujos de ayuda en particular no estimulaban los procesos de crecimiento. También señalaba que los flujos de AOD no tenían una influencia significativa en el desarrollo humano. Estas conclusiones suscitaron un nuevo debate sobre la relación entre ayuda y crecimiento en el que algunos autores subrayaron la importancia del marco de políticas, en particular la calidad del gobierno y las instituciones, para la eficacia de la AOD como estímulo del crecimiento (Burnside and Dollar, 2000). La idea de que el "buen gobierno" es un factor fundamental para lograr que la ayuda externa tenga un efecto positivo penetró rápidamente en las recetas de las instituciones financieras internacionales y otros muchos donantes empezaron a basar la concesión de créditos en estas consideraciones. Sin embargo, los resultados obtenidos por Burnside y Dollar (2000) fueron rápidamente refutados (véase, por ejemplo, Easterly, Levine and Roodman, 2004). Por ejemplo, Hansen y Tarp (2000 y 2001) demostraron que la ayuda exterior podía tener un impacto positivo en el crecimiento aunque el marco de políticas fuera inadecuado. La mayoría de los analistas que defienden esta opinión estarán de acuerdo, sin embargo, en que los resultados de la ayuda son regresivos, lo que es atribuible a que los países tienen una capacidad de absorción limitada. Otros analistas dudan de que la ayuda tenga efectos positivos en el crecimiento (por ejemplo, Rajan and Subramanian, 2005 y 2007).

Recientemente Roodman (2008) ha chequeado la solidez de los principales resultados empíricos recogidos en los distintos estudios sobre la ayuda. Critica las técnicas anteriores y concluye que el efecto medio de la ayuda sobre el crecimiento es demasiado pequeño para reflejarse estadísticamente. Por tanto, las regresiones del crecimiento en función de la ayuda carecen de solidez, por lo que no puede haber una explicación sencilla o definitiva.

En otros estudios se intenta establecer una relación de causalidad entre algunos subcomponentes concretos de la ayuda y el crecimiento, y estudia los efectos de promoción del crecimiento de esos subcomponentes (por ejemplo, Clements, Radelet and Bhavnani, 2004; Michaelowa and Weber, 2006; Dreher, Thiele and Nunnenkamp, 2007; y Mishra and Newhouse, 2007). Aunque los resultados de estos estudios sigan siendo poco concluyentes, se han recogido algunas pruebas de que la ayuda sectorial puede mejorar algunos factores que favorecen el crecimiento económico.

deben ser adicionales a la AOD sectorial para la formación de capital en los sectores productivos, requisito previo para acelerar el crecimiento del valor añadido y el empleo. El análisis muestra también que la incertidumbre sobre el desembolso real de la ayuda tiene unas repercusiones importantes negativas en el crecimiento (véase también Fielding and Mavrotas, 2005).

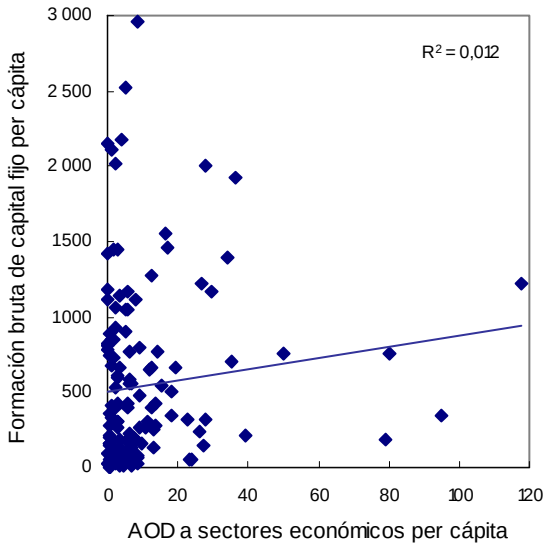
Otro aspecto que merece atención desde el punto de vista de la eficacia de la ayuda es su distribución geográfica. Atendiendo a la necesidad real de financiación externa, parece razonable esperar que la parte de la AOD que se concede con el objetivo expreso de mejorar la infraestructura económica y reforzar los sectores productivos se orientará principalmente hacia los países que tienen un menor coeficiente de inversión por INB per cápita. Sin embargo, la correlación empírica es muy débil y la distribución real de la AOD "económica" difiere de la que cabría esperar (gráfico 5.8).

Evidentemente, el efecto de la AOD, o de categorías concretas de AOD, en el crecimiento de la renta per cápita que se ha examinado en este apartado cabe esperar que permita, o al menos facilite, que mejoren las distintas variables seleccionadas como indicadores del desarrollo en la Declaración del Milenio. En efecto, resulta difícil imaginar cómo pueden mejorar a largo plazo estos indicadores, en particular los relacionados con la reducción de la pobreza, sin que se invierta más en mejorar la capacidad productiva de forma que aumente el valor añadido nacional. Esta inversión aumentará el nivel de las rentas y promoverá el empleo, lo que a su vez hará que mejore la distribución de la renta en favor de los grupos más pobres de la población. Sin embargo, con independencia de la eficacia de la AOD, o de categorías específicas de AOD, para potenciar el crecimiento, porque supone mayores inversiones y un crecimiento más rápido, los efectos potenciales de la AOD sobre los indicadores de desarrollo social y humano han sido objeto de particular atención, en paralelo con los esfuerzos hechos por la comunidad internacional para prestar apoyo a los países en desarrollo en el cumplimiento de los ODM. En el siguiente apartado se examina este aspecto.

Gráfico 5.8

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y AOD A SECTORES ECONÓMICOS PER CÁPITA, PROMEDIO DE 2004-2006

(Dólares corrientes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; y base de datos de la División de Estadística de las Naciones Unidas.

Nota: La información sobre la AOD, transmitida por los donantes, refleja los desembolsos brutos. La AOD a sectores económicos se destina a infraestructura económica y producción, según la definición del CAD de la OCDE.

3. *Eficacia de la AOD para el cumplimiento de los ODM*

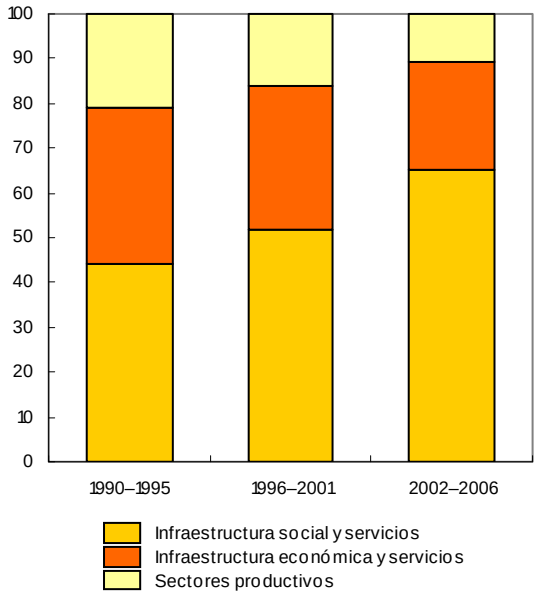
En los últimos años cada vez se considera más que la AOD es la contribución de la comunidad internacional a los esfuerzos de los países en desarrollo por cumplir los ODM, que reflejan el desarrollo social y humano; el crecimiento no se menciona expresamente como objetivo o meta intermedia. Se produce así un alejamiento de la premisa tradicional de que el propósito de la financiación externa consiste principalmente en aumentar el nivel de la inversión interna en los sectores productivos. Los datos sobre AOD para infraestructura social y servicios en las esferas de la educación, la salud, el abastecimiento de agua y el saneamiento (denominada en adelante "ayuda social") comunicados por el CAD de la OCDE se puede considerar que son los que reflejan mejor los esfuerzos por lograr el cumplimiento de los ODM. La ayuda social aumentó un 88% entre 1996-2001 y 2002-2006, y su participación en la ayuda total al desarrollo aumentó del 52 al 65%.

En particular, el porcentaje que representa la ayuda social dentro del total de la ayuda al desarrollo ha aumentado desde principios de los años noventa, con una aceleración de ese crecimiento después de haberse aprobado los ODM (gráfico 5.9). Desde 2001 han aumentado todos los componentes de la ayuda social. El incremento más acentuado se

Gráfico 5.9

COMPOSICIÓN DE LA AOD PARA EL DESARROLLO POR PRINCIPALES CATEGORÍAS, 1990-2006

(Porcentajes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

ha registrado en la ayuda a los gobiernos y la sociedad civil, que se ha convertido en el componente singular más importante de la ayuda social (gráfico 5.10), en armonía con el diálogo internacional que hace hincapié en la importancia del buen gobierno en el proceso de desarrollo. En términos absolutos, el menor aumento ha sido el registrado por la ayuda destinada a la educación, y el promedio anual de AOD para abastecimiento de agua y saneamiento llegó incluso a estancarse en comparación con la segunda mitad de los años noventa. No obstante, hay pruebas de que la AOD ha logrado aumentar los niveles educativos y las condiciones de salud (Michaelowa and Weber, 2006; Dreher, Nunnenkamp and Thiele, 2007; Mishra and Newhouse, 2007).

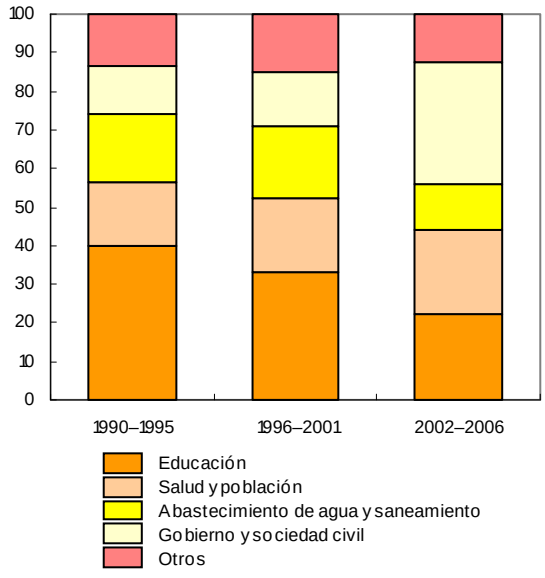
El Banco Mundial señala en su *Global Monitoring Report* de 2008 que se ha avanzado en el cumplimiento de los ODM en todas las regiones, aunque en grado desigual. Sin embargo, también observa que a pesar del progreso incremental en la reducción de la pobreza en todas las regiones, muchos países están lejos del camino de cumplir los ODM en 2015. En su opinión, la ayuda a ningún país ha aumentado lo suficiente para servir de apoyo a un programa a medio plazo para lograr el cumplimiento de los ODM (World Bank, 2008).

Si se compara la distribución geográfica de la AOD para infraestructura social con los índices de desarrollo humano de los países según el PNUD (gráfico 5.11) se verá que no existe correlación entre las dos variables. A pesar de la nueva focalización de la AOD en el cumplimiento de los ODM, y a diferencia de lo que cabría esperar, la distribución geográfica de la AOD para fines sociales no refleja las necesidades relativas de los países según sus índices de desarrollo humano. Esto hace pensar que la eficacia de la AOD como ayuda a los países para

Gráfico 5.10

COMPOSICIÓN DE LA AOD SOCIAL POR PRINCIPALES SUBCATEGORÍAS, 1990-2006

(Porcentajes)

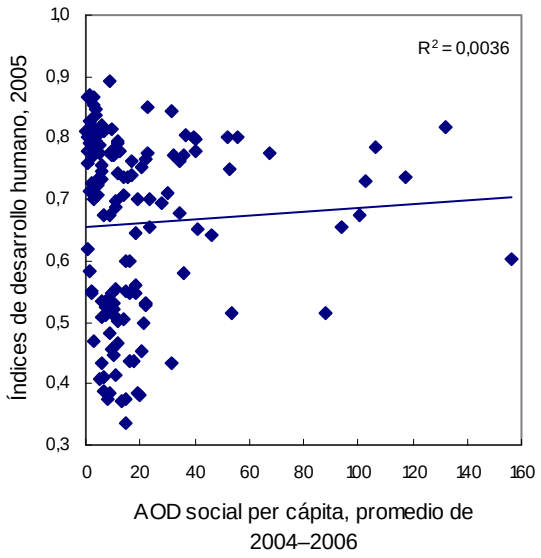


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS.
Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

Gráfico 5.11

ÍNDICES DE DESARROLLO HUMANO DE LOS PAÍSES Y AOD SOCIAL PER CÁPITA

(Dólares corrientes e índices)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; y *Human Development Report*, en línea.

Nota: La información sobre la AOD, transmitida por los donantes, refleja los desembolsos brutos. Por AOD social se entiende los desembolsos brutos de AOD para infraestructura social y servicios según la definición del CAD de la OCDE.

cumplir los ODM podría mejorar si se tuviera más en cuenta las necesidades relativas de los distintos países, centrando los aumentos mayores de las donaciones de AOD en los países que tienen un nivel más bajo de desarrollo social y humano.

Además, aunque la AOD fuera una ayuda eficaz para el crecimiento, no es probable que lo sea para reducir la pobreza a largo plazo, más allá de 2015. Por consiguiente, para lograr una reducción continua de la pobreza, el aumento de la AOD para infraestructura social y servicios ha de venir acompañada de aumentos de la AOD para infraestructura económica y sectores productivos. Incluso en estas áreas parece haber espacio considerable para mejorar la eficacia de la ayuda. Para ello podría combinarse la AOD en estas áreas con una reforma financiera interna, por ejemplo, mediante la creación de instituciones que canalicen la AOD hacia proyectos públicos y privados de inversión financiados conjuntamente con bancos nacionales. Se podría ayudar así a facilitar el acceso de los potenciales inversores nacionales a financiación a largo plazo y a reducir los riesgos de los bancos nacionales, y por consiguiente el diferencial que cobran, ayudando al mismo tiempo a mejorar el funcionamiento del sistema de intermediación financiera nacional.

4. *Eficacia de la ayuda, condiciones impuestas y buen gobierno*

Uno de los medios que los donantes y acreedores han utilizado tradicionalmente para asegurarse de la eficacia de sus donaciones y préstamos de AOD y de proteger la integridad de la financiación que conceden ha sido imponer diferentes tipos de condiciones. Estas condiciones fueron elaboradas en gran medida por las instituciones financieras internacionales, pero también han influido en los donantes y acreedores bilaterales. Durante los años ochenta y noventa, los programas de reajuste estructural se vieron sometidos a condiciones de un alcance cada vez mayor, entre ellas aceptar compromisos con respecto a las políticas de reforma macroeconómica, fiscal y comercial. Desde mediados de los años noventa, las condiciones se centraron más en el diseño y ejecución de estrategias de reducción de la pobreza, prestándose mayor atención a las repercusiones sociales de las políticas de desarrollo. Sin embargo, las estrategias de reducción de la pobreza normalmente hay que combinarlas con políticas macroeconómicas y reformas estructurales que se asemejan mucho a las prescripciones de los anteriores programas de reajuste estructural (UNCTAD, 2002).

En general se acepta que la concesión de nuevos préstamos por las instituciones financieras internacionales y la adopción de medidas oficiales de alivio de la deuda deben someterse a determinadas condiciones. Sin embargo, con el curso de los años han ido creciendo las críticas al tipo y el alcance de las condiciones que de hecho se imponen, no sólo porque propician la deflación, sino por la proliferación de éstas y su alcance cada vez mayor (Goldstein, 2000; Kapur and Webb, 2000; y Buira, 2003). En fechas más recientes, las condiciones se han extendido ya fuera de la esfera económica y abarcan el área más amplia del gobierno y las instituciones nacionales.

Esta reciente tendencia refleja la idea cada vez más influyente entre los autores de estudios del desarrollo de hacer hincapié en el papel del buen gobierno y las instituciones en la promoción del crecimiento y en la eficacia de la AOD. Aunque todos estén de acuerdo en que mejorar el gobierno y las instituciones es aconsejable en sí mismo y en que existe muchas veces una relación positiva con el desarrollo económico, las interpretaciones de los datos empíricos sobre esta relación, incluido el sentido de la relación de causalidad, varían (Khan, 2006; Mo, 2001). Además, también varían las opiniones sobre qué hay que entender por buenas instituciones y buen gobierno, en particular si se tiene en cuenta la gran diversidad de países por su patrimonio cultural, social, político, económico y natural[10].

Las condiciones se han extendido ya fuera de la esfera económica y abarcan el área más amplia del gobierno y las instituciones nacionales.

La escasa precisión operativa del concepto de buen gobierno, cuya aplicación práctica exige muchas veces interpretación, que a su vez puede ser muy subjetiva, es un punto débil importante (Kapur and Webb, 2000). Además, el análisis detallado de los países en desarrollo, estableciendo distintos grupos y diferenciando áreas de gobierno, ha demostrado que, aunque el buen gobierno importe, "quizá no sea ni necesario ni suficiente el objetivo muy aconsejable de un buen gobierno para acelerar y mantener el desarrollo" (Khan, 2006: vii).

El fundamento teórico para distribuir la ayuda en función de la calidad de las instituciones y las políticas hay que buscarlo en un estudio muy conocido de Burnside y Dollar (2000). Sin embargo, estudios posteriores han demostrado que, aunque a muy largo plazo sea innegable la relación entre las instituciones y el crecimiento (Acemoglu, Johnson and Robinson, 2001), no hay pruebas sólidas de que la ayuda produzca mejores resultados si las políticas o las instituciones son mejores (Easterly, Levine and Roodman, 2004).

Parece faltar coherencia entre la aspiración a que los países se apropien de los proyectos financiados con AOD y las condiciones impuestas.

No obstante, la evaluación de los países mediante la "puntuación" de distintos aspectos de su sistema de gobierno está hoy muy extendida y parece que influye cada vez más en las decisiones de los donantes sobre la distribución de AOD. Una puntuación importante es la establecida por el Banco Mundial a través de sus evaluaciones institucionales y de políticas por países (CPIA), que influyen mucho en la concesión de préstamos multilaterales a los países. Estas puntuaciones sirven también de eje para el marco de sostenibilidad de la deuda del Banco Mundial y el FMI, que determina si un país puede acogerse a la Iniciativa relativa a los PPME y la Iniciativa de alivio de la deuda multilateral (véase también el capítulo VI).

Las CPIA permiten puntuar 16 indicadores del buen gobierno, divididos en los epígrafes generales de gestión económica, políticas estructurales, políticas de inclusión social, y gestión del sector público y las instituciones, y consolidar en una sola puntuación las de todos los indicadores. Evidentemente, la puntuación de las políticas exige hacer determinados juicios de valor y mostrar preferencia por determinadas metas de política y no por otras. Por ejemplo, los países reciben la máxima puntuación por su gestión macroeconómica si "… las políticas monetarias/cambiarias han mantenido la estabilidad de los precios y si el gasto público no ha desplazado la inversión privada" (World Bank, 2006: 6), aunque se podrían utilizar otros criterios, como unos tipos de interés bajos y estables, crecientes inversiones, crecimiento más rápido del INB o progresos en el cambio estructural puestos de manifiesto por la expansión del sector de la manufactura. Igualmente, las políticas fiscales se consideran óptimas si "el excedente primario se ha destinado a mantener una relación estable y baja entre deuda pública y PIB…" (World Bank 2006: 7), y no se tiene en cuenta si se ha utilizado para hacer una gestión macroeconómica anticíclica o se ha destinado a la oferta de determinados bienes públicos fundamentales para el desarrollo de las actividades del sector productivo. En lo que respecta a las políticas comerciales, valoradas dentro del epígrafe de las políticas estructurales, los países que pueden lograr una mejor puntuación por buen gobierno son los que tienen un arancel medio inferior al 7% y un tipo máximo del 15% para los aranceles aplicados a las mercancías

importadas (World Bank 2006: 12). Estos ejemplos sugieren que en el ámbito de las políticas de gestión económica y estructurales se interpreta subjetivamente que las buenas políticas son las acordes con las prescripciones de los programas de reajuste estructural aunque los resultados obtenidos por los países que las han seguido en el pasado pocas veces hayan respondido a las expectativas (UNCTAD, *TDR 2006*, cap. II). También parece faltar coherencia entre el objetivo marcado por la Declaración de París sobre la eficacia de la ayuda de que se consiga la apropiación de los proyectos y programas financiados con AOD por los países y las condiciones que imponen restricciones a la orientación de las políticas económicas y las estrategias de desarrollo.

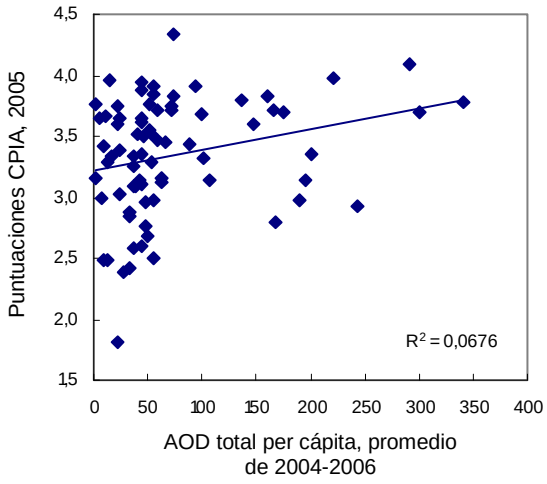
Las CPIA miden también, dentro del epígrafe de gestión del sector público e instituciones, los resultados de los países en función de indicadores que no son económicos, como la calidad de las administraciones públicas y la transparencia, la rendición de cuentas y la corrupción en el sector público. No cabe duda de que estos indicadores tienen una gran importancia para puntuar la eficacia y eficiencia de la administración pública, pero no pueden medirse de forma objetiva. Además, el nivel general de buen gobierno logrado en las facetas antes señaladas o una mejora de la puntuación media aparentemente no es lo que más influye en el crecimiento y la eficacia de la ayuda; para acelerar la transformación económica y social lo que importa más bien es mejorar la capacidad de buen gobierno de cada país (Khan, 2006). Se ha debatido también intensamente el diseño y la función de las CPIA, en particular los sesgos políticos que han mostrado y su debilidad empírica (véanse, por ejemplo, Alexander, 2004; van Waeyenberge, 2007; Herman, 2007). Además, ha habido propuestas de ampliar los índices de las CPIA introduciendo nuevas variables orientadas a la obtención de resultados (Kanbur, 2007, y Buiter, 2007)[11].

Los indicadores del buen gobierno no sólo son un criterio que se utiliza a escala multilateral para distribuir la asistencia sino que cada vez influyen más en la asistencia a escala bilateral. Por ejemplo, la Declaración de París establece el objetivo de mejorar considerablemente los resultados del indicador de las CPIA referente a la gestión de las finanzas públicas en la mitad de los países receptores (OECD, 2005). En los últimos años, la promoción del buen gobierno se ha convertido así en una condición de la ayuda y también en una meta intermedia cuyo logro se considera necesario para mejorar la eficacia de la AOD.

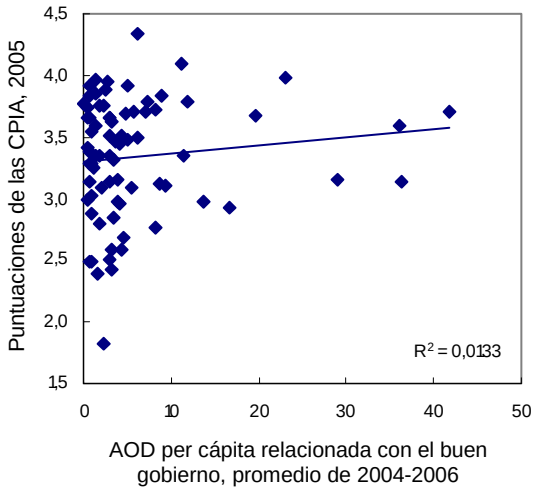
Gráfico 5.12

PUNTUACIONES DE LAS CPIA Y AOD PER CÁPITA

A. AOD total per cápita y puntuaciones de las CPIA



B. AOD per cápita relacionada con el buen gobierno y puntuaciones de las CPIA



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; y datos del Banco Mundial sobre las CPIA en línea.

Nota: El valor del índice consolidado de cada CPIA oscila entre 1 y 6, cifra esta última que se utiliza para puntuar las mejores políticas e instituciones posibles. Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos. Por AOD relacionada con el buen gobierno se entiende los desembolsos brutos de AOD para los gobiernos y la sociedad civil según las definiciones de la OECD-IDS.

El gráfico 5.12 muestra la relación entre las puntuaciones obtenidas por 75 países en sus CPIA y el monto neto de la AOD per cápita que recibieron en 2004-2006. Se pone de manifiesto un ligero sesgo

favorable a los países con puntuaciones más altas (gráfico 5.12A). Este hecho refleja la importancia que tienen las puntuaciones de las CPIA para la distribución de las ayudas de la AIF. Por otro lado, la distribución de AOD relacionada con el buen gobierno no favorece a los países que tienen una puntuación baja en los índices de la CPIA y por consiguiente tienen una necesidad especial de este apoyo en sus esfuerzos por mejorar su gobierno y reforzar sus instituciones públicas (gráfico 5.12B).

En principio, hacer depender la AOD, en especial las donaciones, del cumplimiento de determinadas condiciones puede ayudar a mejorar su eficacia. Pero para que estas condiciones sean coherentes con otros factores que determinan la eficacia de la AOD podría ser útil intensificar el diálogo entre donantes y receptores sobre la conveniencia de las condiciones concretas. Esta conveniencia se debe determinar mediante una valoración basada en hechos de la relación entre el cumplimiento de determinadas condiciones y el desarrollo final logrado, teniendo en cuenta las debilidades del régimen de gobierno y de las instituciones que dificultan el crecimiento en un país específico.

También debe reconocerse que el cumplimiento de algunas condiciones puede exigir una aportación inicial de ayuda. El desarrollo de instituciones fiables y capaces, por ejemplo, es un reto formidable y muchos países en desarrollo necesitan asistencia para crear las instituciones necesarias y disponer de capacidad para combatir la corrupción y garantizar un buen gobierno.

E. Retos pendientes y nuevos

1. Financiación del cumplimiento de los ODM y de otros objetivos

Una cuestión presente en el debate internacional sobre el desarrollo desde la aprobación de la Declaración del Milenio es conseguir suficiente financiación para que todos los países en desarrollo cumplan los ODM. En 2001, en el informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Financiación para el Desarrollo (el llamado *Informe Zedillo* (United Nations, 2001)) se estimaba que para financiar los programas destinados a ayudar a los países a cumplir los ODM en 2015 se necesitaría añadir 50.000 millones de dólares anuales a los desembolsos netos de AOD de los Estados miembros del CAD (que ascendieron en 2000 a unos 54.000 millones de dólares). Aunque los donantes del CAD aumentaron sustancialmente su asistencia para el desarrollo a raíz del Consenso de Monterrey, una gran parte del aumento registrado entre 2000 y 2007 es atribuible al alivio de la deuda. Hasta 2007, los desembolsos totales de AOD, una vez excluido el alivio de la deuda, fueron inferiores al nivel considerado necesario en el *Informe Zedillo*: el déficit acumulado durante este período ascendió a 264.000 millones de dólares (gráfico 5.13). Además, sólo una fracción de este aumento de la AOD se dirigió hacia objetivos relacionados con los ODM.

Hasta 2007 los desembolsos de AOD fueron inferiores al nivel necesario para financiar el cumplimiento de los ODM.

En el informe *Invirtiendo en el desarrollo*, del Proyecto del Milenio de las Naciones Unidas[12] (conocido también como *Informe Sachs*), que atribuye mayor importancia al papel de los gobiernos (UN Millennium Project, 2005), se hacen unas estimaciones considerablemente superiores de la AOD necesaria para financiar el cumplimiento de los ODM. Según este *Informe*, la AOD tendría que aumentar gradualmente de 121.000 millones de dólares en 2006 a 143.000 millones en 2010 y a 189.000 millones en 2015 (gráfico 5.13). Si la cuantía de los desembolsos de AOD estimada en el *Informe Sachs* se

utilizara para hacer los cálculos del *Informe Zedillo* el resultado sería un déficit acumulado de AOD para el cumplimiento de los ODM de 476.000 millones de dólares en 2015.

Si los desembolsos de AOD una vez deducido el alivio de la deuda siguieran la tendencia del período 2000-2007 hasta 2015, los donantes del CAD no cumplirían el objetivo que se han planteado ellos mismos para la ayuda (OECD, 2008). Además, las estimaciones de ambos informes parten del supuesto de que las sumas manejadas adoptarán en su totalidad la forma de recursos financieros adicionales, y no de alivio de la deuda, que los gobiernos receptores podrán administrar en su totalidad y que se destinarán también en su totalidad a financiar actividades relacionadas con los ODM. Sin embargo, es muy improbable que estas hipótesis resulten válidas. En cualquier caso, a pesar de los evidentes esfuerzos de los donantes por aumentar su AOD, es probable que los desembolsos reales de ayuda no lleguen al nivel necesario para cumplir los ODM (gráfico 5.13), y menos si se hace referencia a los objetivos a largo plazo de inversión y crecimiento, en especial si se ajustan para tener en cuenta el aumento de la población.

Se corre también el riesgo de que, si los recursos de AOD se concentran demasiado en proyectos que ayuden a cumplir los ODM en 2015, se pueden detraer fondos destinados a otros proyectos y programas cuyo impacto en el crecimiento y la reducción de la pobreza sólo se sentirá a largo plazo. Sin embargo, muchos de estos proyectos pueden tener una importancia decisiva si se trata de lograr una mejora sostenida de los indicadores del desarrollo que incorporan los ODM. Para crear más oportunidades de empleo productivo, aumentar los ingresos de los hogares y lograr una reducción sostenible de la pobreza es fundamental lograr unas tasas más altas y sostenidas de crecimiento económico, lo que exige unos niveles adecuados de inversión real. Por tanto, es necesario asegurarse de que el aumento de la AOD para el desarrollo social y humano no interfiera en el necesario aumento de la AOD para infraestructura económica y producción[13].

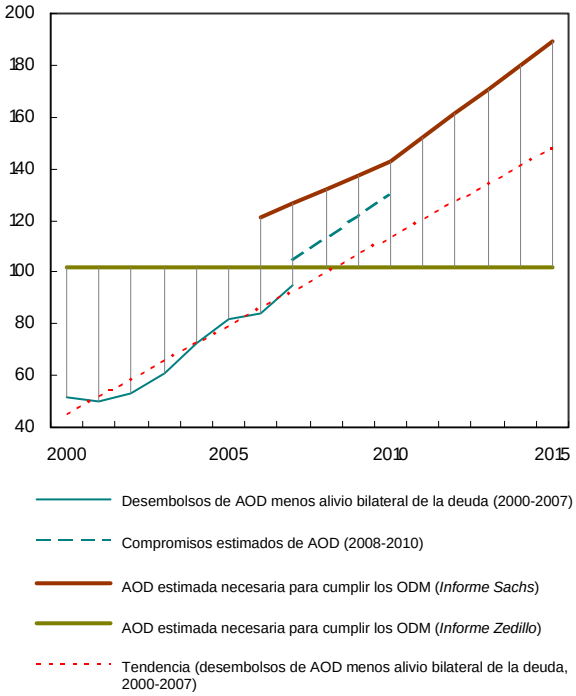
2. Nuevas necesidades y nuevos instrumentos de financiación

La posibilidad de que las formas tradicionales de AOD no basten para financiar el cumplimiento de los ODM ha dinamizado los esfuerzos por diseñar

Gráfico 5.13

NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LOS ODM, DESEMBOLSOS DE AOD Y COMPROMISOS ESTIMADOS DE AOD, 2000-2015

(Miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la información de la base OECD-IDS; G-8 (2005); *Informe Zedillo* (United Nations, 2001); e *Informe Sachs* (UN Millennium Project, 2005).

Nota: Los datos transmitidos por los donantes se contabilizan en dólares corrientes y reflejan los desembolsos netos.

mecanismos alternativos o "innovadores" de financiación[14]. Un grupo de propuestas se centra en la aplicación de un impuesto mundial en función de variables tales como las transacciones en divisas o el consumo de hidrocarburos. Algunas de las propuestas no son nuevas y su aplicación resulta difícil a causa de problemas sustanciales de carácter práctico y jurídico. No obstante, merecen que se les preste mayor atención en los foros internacionales porque es necesario obtener fondos adicionales no sólo para cumplir los ODM sino también para hacer frente a nuevas preocupaciones mundiales que han adquirido relevancia en los últimos años (Kaul, 2008). Entre estas cuestiones cabe mencionar, en particular, las medidas para mitigar el cambio climático y la oferta

de bienes públicos globales como la seguridad internacional, las infraestructuras mundiales de comunicaciones y transporte y el control de las enfermedades contagiosas. Sin embargo, dado que el fundamento de muchos impuestos nacionales no se limita a su función fiscal sino que incluye además su influencia potencial sobre el comportamiento de los consumidores e inversores, los impuestos mundiales pueden utilizarse también como apoyo para obtener objetivos no fiscales.

Por ejemplo, la propuesta de aplicar un impuesto a las transacciones en divisas, que se remonta a principios de los años setenta (y se debatió con mayor intensidad en los años noventa), se presentó inicialmente no para mejorar la financiación oficial para el desarrollo, sino para reducir los flujos especulativos de capital y aumentar así la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional después del colapso de los acuerdos de Bretton Woods[15]. El impuesto propuesto responde así al mismo tiempo y de forma coherente a dos problemas importantes del buen gobierno financiero internacional. Pero aunque su atractivo se haya hecho más irresistible a la vista del crecimiento exponencial de los mercados financieros y su creciente inestabilidad desde que la propuesta se presentó por primera vez en los años setenta, sigue careciendo del grado necesario de apoyo político internacional.

La falta de AOD para financiar el cumplimiento de los ODM ha dinamizado los esfuerzos por diseñar mecanismos "innovadores" de financiación.

La mayor preocupación que suscita el entorno global y los efectos negativos del cambio climático ha reforzado también los argumentos en favor de que se apruebe algún tipo de impuesto ambiental mundial. Una de las propuestas más destacadas es aplicar un impuesto mundial al consumo de combustibles, que penalizaría el consumo de productos que emiten dióxido de carbono, recaudando al mismo tiempo fondos para proyectos relacionados con el desarrollo. Un obstáculo importante para la introducción de un impuesto de este tipo sería la resistencia de muchos gobiernos nacionales a gravar el consumo de gasolina con impuestos superiores a los actuales. Además, la legislación de los Estados Unidos impide que el Gobierno de este país participe en sistemas fiscales mundiales y, puesto que son el principal consumidor de combustibles, excluirlos de ese plan reduciría el rendimiento potencial mundial de este impuesto un 20%.

Los ingresos potenciales que se lograrían si se llevaran a la práctica estas propuestas varían mucho: un impuesto del 0,01% sobre las transacciones en divisas generaría unos ingresos anuales próximos a 18.000 millones de dólares, mientras que un impuesto uniforme mundial sobre la gasolina de 0,01 dólar por litro podría generar unos ingresos anuales de 180.000 millones de dólares (Reisen, 2004). Aunque el impuesto sobre la gasolina se aplicara sólo en los países de renta elevada, los ingresos potenciales que generaría este impuesto se estiman en unos 61.000 millones de dólares, cifra suficientemente amplia para cubrir las necesidades estimadas de fondos para cumplir los ODM. Este enfoque innovador de financiación del cumplimiento de los ODM merece pues mayor atención política que la recibida hasta el momento, tanto más cuanto que incitaría a desviar el consumo energético hacia fuentes más inocuas para el medio ambiente. Además, dados los niveles actuales de consumo, la aplicación de un impuesto a los productos emisores de dióxido de carbono gravaría sobre todo a los países más ricos, lo que significa también ofrecer una compensación a los países de reciente industrialización que no podrán producir el mismo volumen de dióxido de carbono que produjeron los países desarrollados en el pasado.

Sin embargo, los obstáculos administrativos y políticos que probablemente habrá que superar para introducir algún tipo de impuesto mundial, además de la competencia por los fondos entre los distintos objetivos de desarrollo y bienes públicos mundiales, significan que es probable que también el diseño, adopción y aplicación de cualquiera de las propuestas antes mencionadas no serán suficientemente rápidos como para cumplir las metas convenidas para 2015. Tras la Conferencia de París sobre las fuentes innovadoras de financiación del desarrollo de 2006, se han examinado propuestas alternativas, con un impacto financiero más reducido[16]. La más notable, la de establecer una contribución de solidaridad sobre los billetes de avión, ha resultado ser hasta el momento la que más ha progresado: 20 países se han comprometido a aplicar este impuesto y 6 lo están aplicando ya. Su recaudación produjo unos ingresos fiscales aproximados de 200 millones de euros en 2007, que se destinarán a combatir enfermedades tales como la tuberculosis, el paludismo y el VIH/SIDA[17]. Otros mecanismos que actualmente

se están debatiendo son los compromisos anticipados de mercado (AMC), para las vacunas, y las alianzas entre los sectores privado y público para facilitar microfinanciación. Aunque estas propuestas tienen el mérito de recaudar fondos, incluso de posibles fuentes no oficiales, y representan unos complementos alentadores de los actuales canales de financiación, no parece que tengan posibilidades de convertirse en programas que permitan satisfacer las necesidades de financiación pendientes para poder cumplir los ODM, aun suponiendo que todos los fondos obtenidos se destinaran a tal fin. Sin duda no pueden aportar la financiación adicional necesaria para impulsar la inversión productiva en los países más pobres a fin de permitirles lograr la meta de un crecimiento del PIB del 7%, que permitiría reducir considerablemente la distancia de su renta per cápita con la de economías más desarrolladas.

No obstante, la posibilidad de canalizar la creciente ayuda privada hacia los países en desarrollo parece alentadora. En seis de los siete años transcurridos entre 1998 y 2005 las donaciones privadas han crecido con más rapidez que la AOD excluido el alivio de la deuda. Estimaciones basadas en los datos del CAD sugieren que las donaciones privadas de los países miembros de éste a los países en desarrollo en 2005 se elevaron a 16.500 millones de dólares, cifra equivalente al 20% de la AOD total excluido el alivio de la deuda. En los Estados Unidos por ejemplo, las donaciones privadas ascendieron al 2% aproximadamente del INB en 2005, en torno a 250.000 millones de dólares. No obstante, sólo 8.500 millones, es decir, menos del 4% de la primera cifra, se destinaron a países en desarrollo a través de ONG. En algunas economías europeas, los flujos de ayuda privada en porcentaje del INB son superiores a los de los Estados Unidos, aunque en otros casos sean inferiores. Ello puede deberse en parte a las diferencias de régimen fiscal de las donaciones privadas a causas internacionales entre los países de la OCDE[18]. La creciente importancia de los flujos de ayuda privada plantean también la cuestión de su eficacia en términos de distribución sectorial, estabilidad y previsibilidad. Como la ayuda privada se distribuye muchas veces por medio de "fondos verticales" (es decir, fondos que prestan apoyo a proyectos en determinadas áreas, como el medio ambiente o la salud), cada vez será más importante aumentar la coordinación entre la AOD y los flujos de ayuda privada.

La creciente importancia de los flujos de ayuda privada plantea la cuestión de su eficacia en términos de distribución sectorial, estabilidad y previsibilidad.

Algunos observadores consideran que los donantes oficiales que no son miembros del CAD son una fuente alternativa prometedora de cooperación para el desarrollo y de fondos para el cumplimiento de los ODM y para las cuestiones que se planteen de interés recíproco mundial (Das, De Silva and Zhou, 2008). La atención se centra actualmente en las iniciativas de cooperación y las contribuciones para el desarrollo de los países de ingresos medios de Asia y América Latina, que tienen excedentes de capital, a los países en desarrollo de ingresos bajos, tanto en sus respectivas regiones como en el África subsahariana. Aunque a veces se etiqueten como "nuevas" estas fuentes de préstamos para los países en desarrollo, algunos de estos países, especialmente los productores de petróleo, iniciaron actividades de cooperación para el desarrollo hace ya unos 30 años y han seguido desempeñando un papel desde entonces (véase, por ejemplo, UNCTAD, 1988).

La magnitud de la AOD desembolsada y prometida recientemente por otros países en desarrollo tiene una especial importancia para algunos países receptores de África y, como se ha examinado en la sección B *supra*, ha adquirido mayor importancia general desde 2003. Sin embargo, la ayuda de países no miembros del CAD sólo puede representar una contribución marginal a la reducción del déficit de financiación oficial. A pesar de eso, el hecho de que un número creciente de países en desarrollo se hayan convertido en exportadores netos de capital indica que pueden conceder nuevos créditos a los países en desarrollo vecinos, o a otros, de forma bilateral o con carácter multilateral a través de las instituciones financieras regionales.

A medida que adquieran importancia las nuevas fuentes y canales de financiación oficial para el desarrollo, aumenta el riesgo de que el sistema de entrega de la ayuda se fragmente y resulte más difícil supervisarlo y coordinarlo, algo vital para la eficacia de la ayuda. No cabe duda de que una información más amplia y sólida sobre los préstamos en condiciones de favor y las donaciones que conceden los nuevos donantes del Sur dará una mayor coherencia a la arquitectura global de la AOD, además de

establecer criterios y referencias alternativas para evaluar la eficacia de la ayuda. No obstante, lo mismo que la AOD bilateral desempeña una función diferente que la ayuda multilateral y, como se ha mostrado, algunos componentes de la AOD son más eficaces para el desarrollo que otros, también la ayuda de países no miembros del CAD puede desempeñar un papel que se añade a la ayuda ampliada de los asociados tradicionales en el desarrollo, y no la sustituye.

F. Conclusiones

Todos están de acuerdo en que para cumplir los ODM debe destinarse un porcentaje mayor de la AOD a salud, educación y otros fines sociales. Este tipo de AOD es fundamental y se justifica por sí mismo. Sin embargo, la pobreza es un fenómeno que se relaciona estrechamente, aunque no de forma exclusiva, con el nivel de la renta per cápita. Si la AOD no ayuda a impulsar el crecimiento es poco probable que logre reducir la pobreza a largo plazo, una vez vencido el límite de 2015 para cumplir los ODM. No es posible lograr una reducción sostenida de la pobreza basándose exclusivamente en una redistribución de la renta. Por consiguiente es fundamental que, además de lograr el cumplimiento de los ODM con un aumento de la AOD destinada a infraestructura social y servicios, se hagan nuevos esfuerzos por ampliar las inversiones en infraestructura económica y en los sectores productivos a fin de aumentar el valor añadido interno. Es una medida necesaria para aumentar la renta -y el empleo- y poder mejorar su distribución a fin de favorecer a los segmentos más pobres de la población. En la medida en que no se pueda financiar esa inversión con recursos internos, sea porque para importar nuevos capitales se necesitan más divisas de las que pueden generar las exportaciones o porque el sistema financiero interno no permite inversiones a largo plazo con un costo razonable, la AOD sigue siendo fundamental más allá de lo necesario para cumplir los ODM.

Si la AOD no ayuda a impulsar el crecimiento es poco probable que logre reducir la pobreza a largo plazo, una vez vencido el límite de 2015 para cumplir los ODM.

La composición de la ayuda influye en su eficacia general, pero ésta sólo puede medirse seriamente si los objetivos están claramente definidos. Por tanto, resulta útil distinguir entre objetivos de desarrollo social y humano, por un lado, y objetivos de crecimiento, con sus correspondientes metas intermedias (por ejemplo, tasa de inversión productiva), por otro. El cumplimiento del primer tipo de objetivos puede propiciarse aumentando la AOD destinada a proyectos de infraestructura social y servicios, mientras que el cumplimiento de los objetivos de crecimiento exige la concentración de la ayuda en proyectos de infraestructura económica y en los sectores productivos. A su vez, su cumplimiento ayudará a cumplir los objetivos de desarrollo social y humano a medio y largo plazo.

Por tanto, para lograr una reducción sostenida de la pobreza es necesario que el aumento de la AOD destinada a infraestructura social y servicios no suponga un detrimento de la AOD destinada a infraestructura económica y sectores productivos, al margen de que haya espacio considerable para mejorar la eficacia de la ayuda dirigida hacia estos últimos objetivos. Una posibilidad sería utilizar la AOD como palanca para obtener financiación interna, por ejemplo mediante la creación de instituciones que canalicen la AOD hacia proyectos de inversión pública y privada financiados conjuntamente con instituciones financieras nacionales.

De este modo se facilitaría el acceso de potenciales inversores nacionales a una financiación a largo plazo y se reduciría el riesgo crediticio de los bancos nacionales, y por consiguiente los diferenciales que aplican, ayudando al mismo tiempo a mejorar el funcionamiento del sistema de intermediación financiera nacional.

La eficacia de la AOD para lograr un crecimiento o cumplir los ODM depende también de su distribución entre los países. Probablemente mejoraría si se tuvieran más en cuenta las distintas necesidades de los países y se destinaran mayores donaciones de AOD a los países más pobres, que son los que tienen mayor dificultad para iniciar un proceso autosuficiente de inversión y crecimiento. En el pasado, la distribución geográfica de la AOD vino determinada en gran medida por unos criterios que no tienen nada que ver con las necesidades relativas de los países, medidas en función de los niveles de renta per cápita o desarrollo humano o el nivel del déficit fiscal o de divisas. Como muestra el análisis que contiene este capítulo, la volatilidad y la incertidumbre de la ayuda pueden impedir el crecimiento y por consiguiente socavar los esfuerzos por hacerla más eficaz. Por consiguiente, las promesas que hicieron los donantes en el Consenso de Monterrey y en la Declaración de París de que mejorarían la estabilidad y la fiabilidad de la ayuda tienen hoy más importancia que nunca.

En resumen, parece que se mantiene un déficit de financiación considerable no sólo de actividades relacionadas con los ODM sino también de inversiones que favorezcan el crecimiento y el cambio estructural más allá de los ODM, por no hablar de los nuevos retos a que tendrán que hacer frente los países en desarrollo a causa del cambio climático. Es posible que a medio plazo una combinación de mecanismos innovadores y el continuo crecimiento de los flujos de ayuda privada contribuya cada vez más a financiar el desarrollo. Sin embargo, la única posibilidad realista de cumplir los ODM en el período que queda hasta 2015 es aumentar enormemente los flujos de AOD y, en la medida en que lo permitan los instrumentos multilaterales, por una suma que ha de oscilar por lo menos entre 50.000 y 60.000 millones de dólares anuales.

Aunque es posible que los renovados esfuerzos por aumentar la eficacia de la AOD contribuyan a reducir el déficit financiero, los donantes tienen que proseguir sus esfuerzos por ofrecer más AOD. Tienen que cumplir los objetivos de destinar el 0,7% de su INB a la concesión de AOD a países en desarrollo en su conjunto y del 0,15% al 0,20% de su INB al grupo de PMA, como se reafirmó en el Consenso de Monterrey. Además, la comunidad internacional haría bien en movilizar la solidaridad y la voluntad política necesarias para utilizar nuevas fuentes innovadoras de financiación a fin de ayudar a promover reformas de la gobernanza económica global y a realizar los ajustes necesarios para hacer frente a los retos ambientales mundiales. Al mismo tiempo, es necesario que los países en desarrollo redoblen sus esfuerzos por financiar inversiones con fuentes internas de capital.

La única posibilidad realista de cumplir los ODM durante el período que queda hasta 2015 es aumentar enormemente los flujos de AOD.

El alivio de la deuda ha ocupado un lugar importante en la AOD gracias a la Iniciativa relativa a los PPME, en particular desde 2003. Sin embargo, no hay pruebas claras de que se haya añadido a las demás formas de ayuda, como se pide en el Consenso de Monterrey. Esta condición es indispensable porque, aunque la reducción de la deuda acumulada pueda aliviar la carga que representará el servicio de ésta en el futuro, tiene un efecto muy limitado sobre la capacidad de los gobiernos para aumentar sus gastos durante el período en la que se concede, aunque se contabiliza en su totalidad como AOD en ese período. Si el alivio de la deuda se añade en su totalidad a la AOD, como sumando, no sólo mejorarán las oportunidades de los países beneficiarios de cumplir sus objetivos de crecimiento y sus objetivos sociales, incluidos los que representan los ODM, sino que también aumentará la posibilidad de que estos países logren y mantengan un nivel de deuda sostenible, cuestión que se analiza con más detalle en el siguiente capítulo. ■

Notas

1 A continuación se muestran algunos ejemplos de los compromisos financieros asumidos por los miembros del G-8 individualmente: la UE se ha comprometido a aumentar casi al doble su AOD entre 2004 y 2010; tanto Alemania como Italia se han comprometido a elevar al 0,51% del INB la AOD en 2010 y al 0,7% en 2015; Francia ha anunciado su intención de aumentar su AOD al 0,5% del INB en 2007 y al 0,7% en 2012; y el Reino Unido ha anunciado su propósito de cumplir el objetivo del 0,7% en 2013. El Canadá se ha comprometido a duplicar su asistencia internacional entre 2001 y 2010 y el Japón a ampliar en 10.000 millones de dólares su AOD hasta 2010. Otros países han asumido compromisos concretos de aumentar la ayuda al África subsahariana, entre ellos los Estados Unidos, que han propuesto duplicar su ayuda a esa región entre 2004 y 2010 (G-8, 2005).

2 Véase Bacha, 1990.

3 Lamentablemente no se dispone de datos sobre los tipos de cambio reales de todos los países en desarrollo y las economías en transición cuyos saldos por cuenta corriente y la evolución de éstos entre 1992-1996 y 2002-2006 fueron examinados. Sin embargo, sólo 8 de los 47 países que se determinó que experimentaban un deterioro de su cuenta corriente experimentaron una apreciación del tipo de cambio real superior a 10 puntos porcentuales. El cambio de signo del saldo por cuenta corriente fue negativo en 15 de estos países a pesar de una depreciación del tipo de cambio real superior a 10 puntos porcentuales. Los 24 países restantes registraron movimientos de su tipo de cambio real inferiores a 10 puntos porcentuales. Entre los PMA sobre los que se dispone de datos relevantes, 11 de 19 registraron un cambio de signo negativo de su cuenta corriente a pesar de una depreciación de su tipo de cambio real.

4 El cumplimiento de los ODM, que se mide por medio de distintos indicadores, significa: i) erradicar la pobreza extrema y el hambre; ii) lograr la enseñanza primaria universal; iii) promover la igualdad entre los sexos y el empoderamiento de la mujer; iv) reducir la mortalidad infantil; v) mejorar la salud materna; vi) combatir el VIH/SIDA, el paludismo y otras enfermedades; y vii) garantizar la sostenibilidad del medio ambiente.

5 Toda la información que se utiliza en este capítulo sobre la AOD, salvo indicación en contrario, se refiere a la AOD aportada por los miembros del CAD. Los 22 países miembros del CAD son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Nueva Zelandia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.

6 DAC Statistical Reporting Directives, DCD/DAC (2007) 34, abril de 2007: 12, párr. 35.

7 Si una transacción cumple la condición de tener un componente de donación no inferior al 25%, calculado a un tipo de descuento del 10%, la cuantía total del préstamo se considera AOD. Dada la amplitud de esta definición, las transacciones de AOD pueden adoptar la forma, por ejemplo, de entrega de bienes en especie, prestación de servicios, asesoramiento técnico y capacitación, ayuda alimentaria de emergencia, asistencia humanitaria, financiación de programas de intercambio de estudiantes extranjeros o contribuciones a organismos multilaterales de desarrollo.

8 A lo largo del período 1996-2005, los diez acreedores más importantes no miembros del CAD, por orden de magnitud de sus préstamos totales en condiciones favorables, fueron: Kuwait, China, Federación de Rusia, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, República de Corea, Turquía, República Bolivariana de Venezuela, India y Polonia.

9 Los análisis econométricos anteriores de la relación entre el alivio de la deuda y la AOD total en el período comprendido entre los años setenta y el año 2001 no han llegado a conclusiones claras (véase, por ejemplo, Ndikumana, 2004; Birdsall, Classens and Diwan, 2002; Powell, 2003; y Hepp, 2005).

10 Las opiniones sobre el buen gobierno se basan o bien en criterios instrumentales, que evalúan las administraciones públicas por la eficacia con que logran objetivos de interés social, o bien en un criterio normativo, que evalúa las administraciones públicas por la forma en que cumplen esos objetivos, y por esos objetivos en sí mismos. En el segundo caso se equipara muchas veces el buen gobierno con un

proceso democrático de adopción de decisiones y unos objetivos económicos liberales (como ponen de manifiesto los indicadores del Banco Mundial de buen gobierno).

11 Los principales defensores de los indicadores del buen gobierno del mundo, el marco general del Banco Mundial para medir la calidad de los gobiernos e instituciones de todo el mundo, han examinado algunas de sus debilidades supuestamente más persistentes, y han concluido que las críticas o eran conceptualmente incorrectas o empíricamente sin fundamento (Kaufmann and Kraay, 2008).

12 El Proyecto del Milenio de las Naciones Unidas fue puesto en marcha en 2002 para actuar como órgano asesor independiente que definiera las estrategias para lograr el cumplimiento de los ODM, en particular por los países que se consideraba muy retrasados en su progreso. El *Informe Sachs* sintetiza los análisis de los diez equipos de trabajo que prepararon las recomendaciones finales del proyecto.

13 De acuerdo con este razonamiento, en el Programa de Acción en favor de los PMA para el decenio 2001-2010 se hace hincapié en una serie de objetivos de infraestructura, así como en metas económicas concretas, incluido un objetivo de crecimiento del 7% anual y una tasa de inversión del 25% del PIB.

14 El Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas (UNU/WIDER), en cooperación con el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, ha realizado una evaluación general de distintas propuestas de instrumentos de financiación innovadores (véase http://www.wider.unu.edu/research/projects-by-theme/development-and-finance/en_GB/innovative-sources-for-development-finance/; y Atkinson, 2004).

15 Esta cuestión fue examinada por la UNCTAD ya en 1996, cuando observó que "Ese impuesto, que también ha suscitado interés como fuente potencial de ingreso para varios fines internacionalmente convenidos, presenta una serie de difíciles problemas prácticos, aunque no necesariamente insuperables" (UNCTAD, *TDR 1996*: 174-175).

16 A raíz de esta reunión ministerial se creó el Grupo Piloto sobre las Contribuciones de Solidaridad a Favor del Desarrollo, cuyo mandato es establecer mecanismos para recaudar fondos con destino a proyectos para el cumplimiento de los ODM.

17 Según la información obtenida directamente de la secretaría del Grupo Piloto.

18 Distinguiéndose de la mayoría de los demás países de la UE, Irlanda y los Países Bajos, los dos países que comunican mayores flujos de ayuda privada en porcentaje del INB, permiten deducciones fiscales de las contribuciones a actividades benéficas en el extranjero.

Bibliografía

Accra High-Level Forum (2008). Accra Agenda for Action. Available at: http://www.accrahlf.net/.

Acemoglu D, Johnson S and Robinson J (2001). The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*, 91: 1369–1401.

Alexander N (2004). The World Bank as "Judge and Jury": The Country Policy and Institutional Assessment (CPIA) rating system and the PRSP. Note for Dialogue on the CPIA and Aid Allocation. Task Force on Aid of Initiative for Policy Dialogue. New York, Columbia University, August.

Arslanalp S and Henry PB (2006). Debt relief. NBER Working Paper No. W12187. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, May.

Atkinson AB ed. (2004). *New Sources of Development Finance*. Oxford, Oxford University Press.

Bacha EL (1990). A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries. *Journal of Development Economics*, 32: 279–296.

Bauer P (1982). *Economic Analysis and Policy in Underdeveloped Countries*. Westport, CT, Greenwood.

Birdsall N, Claessens S and Diwan I (2002). Will HIPC matter? The debt game and donor behavior in Africa. CEPR Discussion Paper No. 3297, April.

Boone P (1996). Politics and the effectiveness of foreign aid. *European Economic Review*, 40(2): 289–329.

Buira A (2003). An analysis of IMF conditionality. G-24 Discussion Paper No. 22. New York and Geneva, UNCTAD, August.

Buiter WH (2007). No bricks without straw: a critique of Ravi Kanbur's modest proposal for introducing development outcomes in IDA allocation procedures. Note for Dialogue on the CPIA and Aid Allocation,

Task Force on Aid of Initiative for Policy Dialogue. New York, Columbia University, 5 April.

Burnside C and Dollar D (2000). Aid, policies and growth. *American Economic Review*, 90(4): 847–868.

Cassen R and associates (1986). *Does Aid Work?* Oxford, Clarendon Press.

Chenery HB and Carter NG (1973). Foreign assistance and development performance, 1960–1979. *American Economic Review*, 63(2): 459–469.

Clements M, Radelet S and Bhavnani R (2004). Counting chickens when they hatch: the short-term effect of aid on growth. Working Paper No. 44. Washington, DC, Center for Global Development.

Das S, De Silva L and Zhou Y (2008). Background study for the 2008 Development Cooperation Forum on the South-South Triangular Development Cooperation. New York, United Nations, April.

Dreher A, Thiele R and Nunnenkamp P (2007). Do donors target aid in line with the MDGs? A sector perspective of aid allocation. *Review of World Economics*, 143(4): 596–630.

Easterly W, Levine R and Roodman D (2004). Aid, policies and growth: Comment. *American Economic Review*, 94(3): 774–780.

Fielding D and Mavrotas G (2005). The volatility of aid. WIDER Discussion Paper No. 2005/06. Helsinki, World Institute for Development Economics Research.

G-8 (2005). Gleneagles Summit Document: Africa. Available at: http://www.britishembassy.gov.uk/Files/kfile/PostG8_Gleneagles_Africa,0.pdf.

Goldstein M (2000). IMF structural programs. Paper prepared for the NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies. Woodstock, Vermont, 19–21 October. Available at: www.iie.com.

Hansen H and Tarp F (2000). On the empirics of foreign aid and growth. EPRU Working Paper Series. Copenhagen, University of Copenhagen, Department of Economics.

Hansen H and Tarp F (2001). Aid and growth regressions. *Journal of Development Economics*, 64: 547–570.

Hepp R (2005). Can debt relief buy growth? Mimeo. University of California, Davis.

Herman B (2007). Kill the CPIA! Note for Dialogue on the CPIA and Aid Allocation, Task Force on Aid of the Initiative for Policy Dialogue. New York, Columbia University, 5 April.

Kanbur R (2007). Reforming the formula: A modest proposal for introducing development outcomes in IDA allocation procedures. Note for the Dialogue on the CPIA and Aid Allocation, Task Force on Aid of the Initiative for Policy Dialogue. New York, Columbia University, 5 April.

Kapur D and Webb R (2000). Governance-related conditionalities of the international financial institutions. G-24 Discussion Paper No. 6. New York and Geneva, UNCTAD, August.

Kaufmann D and Kraay A (2008). Governance indicators: Where are we, where should we be going? *The World Bank Research Observer*, 23(1). Washington, DC, Spring.

Kaul I (2008). Beyond official development assistance: Towards a new international cooperation architecture. Mimeo.

Khan MH (2006). Governance and anti-corruption reforms in developing countries: Policies, evidence and ways forward. G-24 Discussion Paper No. 42. New York and Geneva, UNCTAD, November.

Michaelowa K and Weber A (2006). Aid effectivenes reconsidered: Panel data evidence for the education sector. HWWA Discussion Paper No. 264. Hamburg, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

Mishra P and Newhouse DL (2007). Health aid and infant mortality. IMF Working Paper WP/07/100. Washington, DC, International Monetary Fund, April.

Mo PH (2001). Corruption and economic growth. *Journal of Comparative Economics*, 29(1): 66–79.

Mosley P (1980). Aid, savings and growth revisited. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 42(2): 79–95.

Ndikumana L (2004). Additionality of debt relief and debt forgiveness, and implications for future volumes of official assistance. *International Review of Economics and Finance*, 13(3) Elsevier: 325–340.

OECD (2005). Paris Declaration on Aid Effectiveness. OECD Development Co-operation Directorate, May; available at: http://www.oecd.org/dataoecd/11/41/34428351.pdf.

OECD (2007). Aid effectiveness: 2006 Survey on Monitoring the Paris Declaration, Overview of the results. Paris.

OECD (2008). We must do better. Trends in development assistance. Remarks by Angel Gurrioa, OECD Secretary-General. Tokyo, 4 April. Available at: http://www.oecd.org/document/7/0,3343,en_2649_34487_40385351_1_1_1_1,00.html.

Papanek GF (1972). Aid, foreign private investment, savings and growth in less developed countries. *Journal of Political Economy*, 81(1): 120–130.

Powell R (2003). Debt relief, additionality and aid allocation in low-income countries. IMF Working Paper WP/03/175. Washington, DC, International Monetary Fund, September.

Rajan R and Subramanian A (2005). Aid and growth: What does the cross-country evidence really show? NBER Working Paper No. 11513. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

Rajan R and Subramanian A (2007). Does aid affect governance? *American Economic Review*, 97(2): 322–327.

Reisen H (2004). Innovative approaches to funding the millennium development goals. Policy Brief No. 24. OECD Development Centre, Paris.

Roodman D (2008). Through the looking glass and what OLS found there: On growth, foreign aid and re-

verse causality. Center for Global Development Working Paper No. 137. Washington, DC, January.

Rosenstein-Rodan PN (1961). International aid for underdeveloped countries. *Review of Economics and Statistics*, XLIII(2): 107–138.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report*. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (1988). *Financial Solidarity for Development: 1987 Review*. United Nations publication, sales no. 88.11.D.4, New York and Geneva.

UNCTAD (2000). *Capital flows and growth in Africa*. United Nations publication, New York and Geneva, June.

UNCTAD (2002). *Economic development in Africa – From adjustment to poverty reduction: what is new?* United Nations publication, New York and Geneva, August.

UNCTAD (2006). *Economic Development in Africa – Doubling aid: making the "big push" work*. United Nations publication, New York and Geneva, August.

United Nations (2001). *Report of the High-level Panel on Financing for Development* (*Zedillo Report*). United Nations publication, New York and Geneva, June.

United Nations (2002). Report of the International Conference on Financing for Development. Monterrey, Mexico, 18–22 March.

UN Millennium Project (2005). *Investing in Development: A Practical Plan to Achieve the Millennium Development Goals* (*Sachs Report*). London and Sterling, VA, Earthscan.

van Waeyenberge E (2007). The missing piece: Country policy and institutional assessments at the Bank. Note for Dialogue on the CPIA and Aid Allocation, Task Force on Aid of Initiative for Policy Dialogue. New York, Columbia University, 5 April.

World Bank (2006). Debt relief for the poorest: An evaluation update of the HIPC Initiative. The Independent Evaluation Group of the World Bank. Washington, DC, September.

World Bank (2008). *Global Monitoring Report*. Washington, DC.

Anexo del capítulo V

DETALLES SOBRE ESTUDIOS ECONOMÉTRICOS

1. Análisis econométrico del efecto de la AOD en el crecimiento

El análisis econométrico de la relación entre ayuda y crecimiento examinado en el texto principal abarca un gran conjunto de datos de panel correspondientes a 162 países en desarrollo en el período 1975-2006. Se utilizaron métodos de transformación estacionaria y de datos de panel con diversas especificaciones, de las cuales se presenta sólo un resultado en el presente anexo. Más adelante se facilitan detalles sobre las definiciones y las fuentes de los datos.

Para el análisis, la AOD se desglosa con la siguiente regresión:

$$\Delta PIB^{pc} = \alpha + \beta_1 Ayuda_1 + \beta_2 Ayuda_2 + \beta_3 Ayuda_3 + \beta_4 Ayuda_4 + \beta_5 Ayuda_5 + \beta_6 VolatilidadAyuda + \beta_7 IncertidumbreAyuda + \beta_8 Población + \beta_9 RentaPerCápita + \beta_{10} EnseñanzaPrimaria + \beta_{11} Inversión + \beta_{12} IED + \beta_{13} Apertura + \beta_{14} Gobernanza + \beta_{15} Reforma + \beta_{16} PMA + \beta_{17} Guerra + \varepsilon$$

Donde ΔPIB^{pc} es el crecimiento del PIB per cápita, $Ayuda_1$ a $_3$ es la ayuda sectorial, $Ayuda_4$ es el apoyo a los presupuestos generales y $Ayuda_5$ es el alivio de la deuda. $Ayuda_1$ es la ayuda destinada a infraestructura social y servicios, $Ayuda_2$ es la ayuda para infraestructura económica y $Ayuda_3$ es la ayuda a los sectores productivos. Para la *Educación* se utiliza como aproximación la tasa de finalización de la enseñanza primaria, más apropiada que las tasas de escolarización que suelen emplearse. *Inversión* es la relación entre inversión bruta y PIB, mientras que *IED* es la relación entre inversión extranjera directa y PIB. *Apertura* es la relación entre comercio y PIB. Habida cuenta de que no se dispone de indicadores uniformes de gobernanza como el índice CPIA del Banco Mundial para analizar el período 1975-2006, la *Gobernanza* se mide por el índice de responsabilidad democrática de la *International Country Risk Guide* del PRS Group. *Reforma* mide la variación de la calidad de la burocracia, así como la corrupción. Dado que evidentemente ésta es sólo una medida parcial de la gobernanza, su coeficiente debe evaluarse cuidadosamente, en especial en las comparaciones con anteriores estudios sobre esta cuestión. *Guerra* y *PMA* son variables ficticias.

Se obtienen estimadores utilizando el método generalizado de momentos (MGM). Técnicamente, los estimadores dinámicos de datos de panel basados en el MGM tienen en cuenta la presencia de efectos fijos no observados específicos del país y una variable dependiente autorregresiva. Aunque en este caso los estimadores estáticos basados en mínimos cuadrados ordinarios son sesgados, el MGM ha resultado ser coherente y asintomáticamente eficiente. El MGM de sistema es especialmente apropiado con muestras reducidas y series altamente persistentes. Desde el punto de vista económico, esta técnica se refiere a los cambios políticos y estructurales en el

Cuadro 5.A1

EFECTO DE LA AOD DESGLOSADA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Variable	*Coeficiente*	*Error típico*
Constante	0,09	0,11
Ayuda 1: infraestructura social y servicios	0,15	0,37
Ayuda 2: infraestructura económica	0,40	0,01***
Ayuda 3: sectores productivos	0,54	0,42
Ayuda 4: apoyo a los presupuestos generales	0,43	0,80
Ayuda 5: alivio de la deuda	0,09	0,03***
Volatilidad de la ayuda	-0,01	0,48
Incertidumbre de la ayuda	-0,74	0,00***
Población	0,09	0,01***
Renta per cápita	0,26	0,42
Enseñanza primaria	0,60	0,21***
Inversión	0,02	0,59
IED	-0,43	0,45
Apertura	-0,40	0,59
Gobernanza	0,36	0,24
Reforma	0,20	0,75
PMA	0,10	0,00***
Guerra	0,57	0,24**

Nota: Las definiciones de las variables y las fuentes se indican en las notas explicativas que figuran al final del presente anexo.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

conjunto de datos. Los parámetros de estimación son independientes con respecto a los regímenes de política y están al margen de expectativas endógenas. Por consiguiente, el método sirve para centrarse en un análisis de "regímenes de ayuda" posteriores (por ejemplo, antes y después de la fase de transición, y antes y después de los compromisos asumidos en el marco de los Objetivos de Desarrollo del Milenio)[1].

Los resultados que se muestran en el cuadro 5.A1 ofrecen una visión global de los efectos de la AOD relacionados con el crecimiento. En particular, hay una importante y significativa correlación positiva entre la ayuda destinada a infraestructura económica y el crecimiento económico. En cambio, la ayuda para infraestructura social y servicios tiene, como cabría esperar, un efecto inmediato relativamente reducido e insignificante en el crecimiento económico. No obstante, como se ha destacado en este capítulo, en realidad podría ser más apropiado medir la eficacia de la ayuda social sobre la base de su contribución al desarrollo social y no de sus efectos en el crecimiento económico. El efecto del alivio de la deuda en el crecimiento económico es positivo y estadísticamente significativo, aunque reducido, lo que es de esperar teniendo en cuenta que a menudo el alivio de la deuda no se traduce en dinero "fresco" adicional, sino en condonaciones de deudas parcialmente pendientes.

El análisis también muestra que la incertidumbre de la ayuda tiene un importante efecto negativo estadísticamente significativo en el crecimiento económico. El parámetro negativo resultante pone de relieve una vez más la importancia fundamental de aplicar los acuerdos internacionales alcanzados en las Declaraciones de París y Roma sobre la eficacia de la ayuda y sobre la armonización.

El crecimiento de la población tiene un efecto reducido y significativo en el crecimiento económico, mientras que la educación tiene un importante efecto estadísticamente significativo, según se ha constatado. La variable educativa muestra un coeficiente estimado comparativamente superior al de los anteriores estudios sobre la cuestión, lo que probablemente se debe a que el análisis se basa en la tasa de finalización de la enseñanza y no en la tasa de escolarización.

No se ha constatado que la gobernanza, tal como se la define en este análisis, tenga un efecto significativo en el crecimiento. Además, el cuadro no indica ninguna correlación entre crecimiento y apertura ni entre crecimiento e IED. Con otras definiciones de apertura al comercio y un desglose de la IED en sus subcomponentes los resultados podrían ser diferentes.

2. Estimaciones econométricas de la adicionalidad del alivio de la deuda

En esta sección del anexo se describe un ejercicio estadístico para determinar si el alivio de la deuda aporta recursos adicionales o desplaza a otras formas de AOD. Las pruebas estadísticas miden la adicionalidad desde el punto de vista tanto de los donantes como de los receptores. Habida cuenta de las declaraciones formuladas en diversas reuniones del G-8 en que se pide un aumento de la AOD, es poco probable que las estimaciones que se presentan en este anexo eviten encontrar adicionalidad. De hecho, si los países donantes hubieran cumplido sus promesas de aumentar la ayuda adicional al alivio de la deuda, las estimaciones se orientarían a encontrar adicionalidad.

La adicionalidad desde la perspectiva de los donantes

Para comprobar si los donantes que otorgan alivio de la deuda dan menos ayuda no relacionada con el alivio de la deuda, es posible calcular la siguiente regresión:

$$AODNETA_{i,t} = \alpha AD_{i,t} + \beta X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

Donde AODNETA es la asistencia oficial para el desarrollo no relacionada con el alivio de la deuda proporcionada por el país i en el año t, AD es el alivio de la deuda ofrecido por el país i en el año t. Tanto la AODNETA como el AD se miden como proporción del INB del país donante. X es una matriz de variables de control y μ_i es un efecto fijo por país que controla todas las posibles características específicas del país donante que no varían con el tiempo (el modelo también se estima con efectos aleatorios y efectos fijos por año). El modelo se estima por medio de datos correspondientes a 21 países miembros del CAD de la OCDE[2]. La AOD y el alivio de la deuda se miden con datos del CAD.

El parámetro de interés es α. Este parámetro mide la relación entre la AOD relacionada con el alivio de la deuda y la AOD no relacionada con el alivio de la deuda. Una estimación puntual de α igual a cero indicaría que no hay ninguna relación entre el alivio de la deuda y la AODNETA y que el alivio de la deuda es adicional. Un valor positivo de α indica que el alivio de la deuda atrae ayuda. Este resultado, en el que el alivio de la deuda es más que adicional, indicaría que los donantes son conscientes de que algunos países no sólo necesitan alivio de la deuda, *sino también* que se les proporcionen más recursos. Un valor negativo de α indica que el alivio de la deuda desplaza a la ayuda y no es plenamente adicional.

Los resultados que figuran en el cuadro 5.A2 indican que el alivio de la deuda no es plenamente adicional. En particular, las columnas 1 a 4 muestran que cada dólar de alivio de la deuda desplaza entre 22 y 28 centavos de AOD no relacionada con el alivio de la deuda[3].

La adicionalidad desde la perspectiva de los receptores

La adicionalidad desde la perspectiva de los receptores se estima con un enfoque similar al descrito anteriormente. El modelo es exactamente el mismo, pero todas las variables se miden ahora desde la perspectiva de los receptores y el conjunto de controles de la matriz X es diferente[4]. Los resultados obtenidos al estimar la ecuación desde el punto de vista de los receptores y desde el punto de vista de los donantes pueden ser distintos por dos razones: porque la unidad de análisis es diferente y porque los países en desarrollo reciben AOD tanto de donantes ajenos al CAD como de diversas instituciones multilaterales[5].

Cuadro 5.A2

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN CON VARIABLE DEPENDIENTE: AOD DEL DONANTE NO RELACIONADA CON EL ALIVIO DE LA DEUDA, COMO PORCENTAJE DE SU INB

(Únicamente los años de vigencia de la iniciativa para los PPME)

	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*
AD/Año	-0,23	-0,28	-0,22	-0,28
	(1,88)*	(2,13)**	(1,77)*	(2,09)**
ln(INBPC)	1,55	2,08	1,42	1,30
	(3,50)***	(1,74)*	(3,20)***	(0,98)
TCR	0,03	0,04	0,04	0,06
	(0,41)	(0,48)	(0,49)	(0,63)
BALGOB	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	(2,12)**	(2,57)**	(2,57)**	(2,94)***
Constante	-3,23	-4,44	-2,93	-2,64
	(3,12)***	(1,60)	(2,83)***	(0,86)
Número de observaciones	166	166	166	166
Número de países	21	21	21	21
Método de estimación	Efectos aleatorios		Efectos fijos	
Efectos fijos por año	No	Sí	No	Sí

Nota: Las definiciones de las variables y las fuentes se indican en las notas explicativas que figuran al final del presente anexo. Los valores absolutos de las estadísticas correspondientes al año *t* figuran entre paréntesis.
* Significativo al 10%.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

Los resultados que figuran en las primeras cinco columnas del cuadro 5.A3 muestran que la mayoría de los coeficientes son positivos (excepto en las columnas 2 y 3), pero que rara vez son estadísticamente significativos. Esto concuerda con la adicionalidad plena sin efecto de atracción. Sin embargo, cuando el modelo se estima con una técnica estadística que atribuye menos peso a los valores atípicos (columnas 6 a 10), la mayoría de los coeficientes pasan a ser negativos (salvo en la columna 6) y, en algunos casos, son levemente significativos. Así, cuando los valores atípicos están controlados, hay algunas pruebas poco convincentes de que el alivio de la deuda desplaza a otras formas de AOD, aunque la adicionalidad se mida desde el punto de vista del receptor.

El cuadro 5.A4 se centra en el período posterior a 2000 y de nuevo constata que las regresiones de mínimos cuadrados ordinarios no muestran una correlación estadísticamente significativa entre el alivio de la deuda y otras formas de AOD (columnas 1 a 5). Cuando los valores atípicos están controlados (columnas 6 a 10), el modelo arroja resultados desiguales. Las regresiones que incluyen el valor nominal de la deuda indican que el alivio de la deuda desplaza a otras formas de ayuda. Las regresiones que incluyen el valor actual neto de la deuda muestran un efecto de atracción del alivio de la deuda.

Estos resultados, tomados en su conjunto, sugieren que no hay ninguna indicación clara de que el alivio de la deuda atraiga o desplace otras formas de ayuda cuando se mide desde la perspectiva de los receptores. Tampoco hay nada que indique que, como alega el Banco Mundial (véase la sección C.3 del presente capítulo), el alivio de la deuda haya pasado a ser más adicional después de 2000.

Cuadro 5.A3

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN CON VARIABLE DEPENDIENTE: AOD RECIBIDA POR LOS PPME NO RELACIONADA CON EL ALIVIO DE LA DEUDA, 1996-2006

(Estimaciones con efectos fijos)

	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*	*(7)*	*(8)*	*(9)*	*(10)*
AD/Año	0,07	-0,01	-0,01	0,02	0,02	0,04	-0,06	-0,05	-0,02	-0,03
	(1,09)	(0,15)	(0,25)	(0,40)	(0,37)	(1,34)	(1,75)*	(1,77)*	(0,74)	(1,03)
PGP/Año *t-1*		0,08	0,08				0,06	0,05		
		(4,71)***	(4,50)***				(7,23)***	(5,97)***		
ln(INBPC)		-0,02	-0,02	-0,05	-0,05		-0,09	-0,08	-0,10	-0,09
		(0,46)	(0,44)	(0,97)	(0,99)		(3,41)***	(3,17)***	(3,68)***	(3,65)***
Miembro CS ONU		0,03	0,03	0,03	0,03		-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
		(1,17)	(1,16)	(1,27)	(1,32)		(0,83)	(0,66)	(0,80)	(0,57)
INST		0,01	0,01	0,01	0,01		0,00	0,00	0,00	0,00
		(2,56)**	(2,28)**	(2,38)**	(2,09)**		(1,61)	(0,84)	(1,35)	(0,49)
ln(POB)		0,22	0,28	0,28	0,35		0,11	0,31	0,15	0,35
		(4,10)***	(2,00)**	(5,31)***	(2,51)**		(4,29)***	(4,88)***	(5,52)***	(5,42)***
VANPGP/Año *t-1*				0,09	0,10				0,07	0,06
				(4,17)***	(4,10)***				(6,40)***	(5,78)***
ATR/Año *t-1*	-0,01	-0,04	-0,03	-0,07	-0,07	-0,04	-0,09	-0,08	-0,12	-0,11
	(0,44)	(1,66)*	(1,50)	(2,60)***	(2,52)**	(4,58)***	(7,84)***	(7,81)***	(7,85)***	(7,83)***
Constante	0,14	-1,76	-2,36	-2,12	-2,78	0,10	-0,38	-2,16	-0,59	-2,39
	(23,68)***	(3,66)***	(1,79)*	(4,22)***	(2,10)**	(10,36)***	(1,55)	(3,75)***	(2,34)**	(4,05)***
Número de observaciones	260	248	248	246	246	260	248	248	246	246
Número de países	28	27	27	27	27	28	27	27	27	27
Efectos fijos por año	No	No	Sí	No	Sí	No	No	Sí	No	Sí
Control de los valores atípicos	No	No	No	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Nota: Las definiciones de las variables y las fuentes se indican en las notas explicativas que figuran al final del presente anexo. Los valores absolutos de las estadísticas correspondientes al año *t* figuran entre paréntesis.

* Significativo al 10%.

** Significativo al 5%.

*** Significativo al 1%.

Cuadro 5.A4

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN CON VARIABLE DEPENDIENTE: AOD RECIBIDA POR LOS PPME UNA VEZ DEDUCIDO EL ALIVIO DE LA DEUDA, 2000-2006

(Estimaciones con efectos fijos)

	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*	*(7)*	*(8)*	*(9)*	*(10)*
AD/Año	0,02	-0,01	-0,03	0,03	0,03	-0,05	-0,06	-0,07	0,06	0,16
	(0,37)	(0,24)	(0,66)	(0,59)	(0,60)	(1,41)	(1,88)*	(1,98)*	(1,94)*	(4,77)***
PGP/Año *t-1*		0,08	0,10				0,06	0,07		
		(2,44)**	(3,02)***				(3,57)***	(3,39)***		
ln(INBPC)		-0,04	-0,13	-0,09	-0,20		0,07	-0,04	0,03	-0,23
		(0,32)	(0,93)	(0,70)	(1,55)		(1,05)	(0,63)	(0,57)	(3,73)***
Miembro CS ONU		0,00	0,02	0,01	0,02		-0,00	-0,00	0,00	-0,00
		(0,07)	(0,47)	(0,25)	(0,73)		(0,10)	(0,08)	(0,06)	(0,18)
INST		0,01	0,01	0,01	0,01		-0,00	0,00	-0,00	0,01
		(0,82)	(1,58)	(0,96)	(1,97)*		(0,57)	(0,13)	(0,52)	(2,37)**
ln(POB)		0,02	-0,94	0,24	-0,69		-0,01	-0,68	0,00	-0,72
		(0,10)	(2,55)**	(1,60)	(2,06)**		(0,17)	(3,36)***	(0,03)	(3,96)***
VANPGP/Año *t-1*				0,10	0,16				0,06	0,11
				(2,80)***	(3,50)***				(3,14)***	(4,43)***
ATR/Año *t-1*	0,04	0,02	0,02	-0,02	-0,05	0,01	-0,08	-0,09	-0,10	-0,04
	(1,37)	(0,87)	(0,61)	(0,47)	(1,35)	(1,04)	(5,05)***	(5,26)***	(5,93)***	(2,18)**
Constante	0,15	0,20	9,46	-1,53	7,73	0,43	0,04	6,62	0,13	8,17
	(20,60)***	(0,17)	(2,75)***	(1,22)	(2,40)**	(39,33)***	(0,06)	(3,72)***	(0,24)	(4,98)***
Número de observaciones	132	104	104	104	104	132	104	104	104	104
Número de países	28	27	27	27	27	28	27	27	27	27
Efectos fijos por año	No	No	Sí	No	Sí	No	No	Sí	No	Sí
Control de los valores atípicos	No	No	No	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Nota: Las definiciones de las variables y las fuentes se indican en las notas explicativas que figuran al final del presente anexo. Los valores absolutos de las estadísticas correspondientes al año *t* figuran entre paréntesis.

* Significativo al 10%.
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.

Nota explicativa del cuadro 5.A1

DEFINICIONES DE LAS VARIABLES Y FUENTES UTILIZADAS PARA LA REGRESIÓN SOBRE LA AYUDA Y EL CRECIMIENTO

Variable	*Definición*	*Fuente*
Crecimiento del PIB per cápita	Crecimiento del PIB per cápita (en dólares constantes de 2006)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
Ayuda 1: infraestructura y servicios sociales	Infraestructura y servicios sociales, serie 450.100.I (en dólares constantes de 2005, desembolsos brutos)	IDS de la OCDE
Ayuda 2: infraestructura económica	Infraestructura económica, serie 450.200.II (en dólares constantes de 2005, desembolsos brutos)	IDS de la OCDE
Ayuda 3: sectores productivos	Sectores productivos, serie 450.300.III (en dólares constantes de 2005, desembolsos brutos)	IDS de la OCDE
Ayuda 4: apoyo a los presupuestos generales	Apoyo a los presupuestos generales, serie 510.VI.1 (en dólares constantes de 2005, desembolsos brutos)	IDS de la OCDE
Ayuda 5: alivio de la deuda	Medidas relacionadas con la deuda, serie 600.VII (en dólares constantes de 2005, desembolsos brutos)	IDS de la OCDE
Volatilidad de la ayuda	Desviación típica de la relación entre AOD total y PIB	Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la IDS de la OCDE
Incertidumbre de la ayuda	Desviación típica del error de una ecuación autorregresiva de pronóstico de primer orden de la diferencia entre compromisos y desembolsos	Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la IDS de la OCDE
Población	Logaritmo de la población total	Base de datos del *Manual de Estadísticas de la UNCTAD*
Renta per cápita	PIB per cápita (en dólares constantes de 2006)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
Educación	Enseñanza primaria (tasa de finalización)	UNESCO, *World Education Indicators* en línea.
Inversión	Formación bruta de capital (porcentaje del PIB)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
IED	Flujos netos de inversión extranjera directa (porcentaje del PIB)	Base de datos del *Manual de Estadísticas de la UNCTAD*
Apertura	Comercio total (exportaciones e importaciones de bienes y servicios, porcentaje del PIB)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
Gobernanza	Medida de la responsabilidad democrática	PRS Group, International Country Risk Guide
Reforma	Medida de la calidad burocrática y la corrupción	PRS Group, International Country Risk Guide
PMA	Variable ficticia PMA	Clasificación de las Naciones Unidas
Guerra	Variable ficticia que mide los conflictos internos y externos	Estimación de la secretaría de la UNCTAD basada en PRS Group, International Country Risk Guide

Nota explicativa de los cuadros 5.A2, 5.A3 y 5.A4

DEFINICIONES DE LAS VARIABLES Y FUENTES UTILIZADAS PARA LA REGRESIÓN SOBRE EL ALIVIO DE LA DEUDA Y LA ADICIONALIDAD DE LA AYUDA

Variable		*Definición*	*Fuente*
Donantes			
AOD	Asistencia oficial para el desarrollo	AOD neta, incluido el alivio de la deuda; precios actuales (en millones de dólares)	IDS de la OCDE
AD	Alivio de la deuda por los donantes	Condonación total de la deuda; precios actuales (en millones de dólares), desembolsos netos	IDS de la OCDE
BALGOB	Balanza fiscal	Balanza presupuestaria como proporción del INB	OCDE
ln(INBPC)	Logaritmo del INB per cápita	Logaritmo del INB per cápita (en dólares)	OCDE
TCR	Variación del tipo de cambio real	Desviación del tipo de cambio real de su promedio a largo plazo	FMI, *International Financial Statistics*; y JP Morgan
Receptores			
AOD	Asistencia oficial para el desarrollo	Asistencia oficial para el desarrollo neta de todos los donantes, incluido el alivio de la deuda	IDS de la OCDE
AD	Alivio de la deuda neto	Alivio de la deuda neto otorgado por todos los donantes	IDS de la OCDE
AD1	Alivio de la deuda recibido por los receptores	Principal condonado + intereses condonados (en dólares)	Banco Mundial, base de datos, *Global Development Finance*
ln(INBPC)	Logaritmo del INB per cápita	Logaritmo del INB per cápita; PPA (en dólares internacionales constantes de 2000)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
PGP	Deuda externa pública y con garantía pública	Deuda externa pública y con garantía pública, total	Banco Mundial, base de datos, *Global Development Finance*
INB	INB	INB (en dólares actuales)	Banco Mundial, base de datos *World Development Indicators*
ATR	Atrasos	Atrasos del principal de la deuda pendiente (deuda a largo plazo pendiente y desembolsada) + atrasos de los intereses sobre la deuda a largo plazo pendiente y desembolsada	Banco Mundial, base de datos, *Global Development Finance*
ln(POB)	Logaritmo de la población	Logaritmo de la población total	Base de datos del *Manual de Estadísticas de la UNCTAD*
INST	Índice de Freedom House	Medida de libertad en un escala de 0 a 12 en la que 0 representa el menor grado de libertad y 12 el mayor	http://www.Freedomhouse.org
Miembro CS ONU	Miembro del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas	Miembro del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, donde 0 equivale a no ser miembro del Consejo de Seguridad y 1 equivale a ser miembro del Consejo de Seguridad	http://www.un.org/sc/members.asp
PPME	PPME	Países pobres muy endeudados, donde 0 equivale a no ser un PPME y 1 equivale a ser un PPME	Clasificación del Banco Mundial

Notas

1 El análisis se repitió con un panel estático con efectos fijos y aleatorios y los resultados no variaron sustancialmente.

2 La muestra no incluye a Luxemburgo (el vigésimo segundo país del CAD) porque faltan algunas de las variables de control. Las variables de control incluyen el logaritmo del INB per cápita del donante (lnINBPC), el tipo de cambio real del donante (TCR) y el déficit presupuestario del donante (BALGOB).

3 En la columna 1 figuran estimaciones de efectos aleatorios sin efectos fijos por países, la columna 2 contiene estimaciones de efectos aleatorios con efectos fijos por año, la columna 3 contiene estimaciones de efectos fijos sin efectos fijos por año y en la columna 4 figuran estimaciones de efectos fijos con efectos fijos por año. Las regresiones del cuadro 5.A2 se limitan al período de vigencia de la Iniciativa para los PPME (es decir, entre 1996 y 2006); si se prolonga el período, el efecto de desplazamiento varía entre el 27 y el 30%.

4 Las variables de control incluyen el nivel inicial de la deuda como proporción del INB (en valor nominal y actual: PGP/Año y VANPGP/Año, respectivamente), el logaritmo del INB per cápita (ln(INBPC)), una variable ficticia que tiene valor 1 cuando el país es miembro del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (MIEMBRO CS ONU), una variable que mide la calidad institucional (INST), el logaritmo de la población (ln(POB)) y los atrasos como proporción del PIB (ATR/Año). Todas las regresiones se estiman utilizando un modelo de efectos fijos. Un modelo de efectos aleatorios arroja resultados similares.

5 La disparidad de resultados al medir la adicionalidad desde ambas perspectivas puede atribuirse en gran medida a los efectos de composición. Véase el siguiente ejemplo: sólo hay un donante y diez receptores en todo el mundo. En el año *t*, el donante ofrece 1.000 millones de dólares en concepto de ayuda neta y no proporciona alivio de la deuda; en el año *t+1* el donante da 970 millones de dólares en concepto de ayuda neta y 100 millones de dólares en concepto de alivio de la deuda. Cuando la adicionalidad se evalúa desde el punto de vista del donante, α equivale a -0,3 (1 dólar de alivio de la deuda desplazó 0,3 dólares de otras formas de ayuda). Desde el punto de vista de los receptores, y suponiendo que haya un gran receptor y nueve pequeños receptores, en el año *t* cada uno de los pequeños receptores recibe 10 millones de dólares en concepto de ayuda, el gran receptor recibe 910 millones de dólares en concepto de ayuda y nadie recibe alivio de la deuda. En el año *t+1*, cada uno de los pequeños receptores recibe 10,1 millones de dólares en concepto de ayuda neta y los grandes receptores reciben 879,1 millones de dólares (879,1 = 970 - 90,9) en concepto de ayuda neta. Además, cada pequeño receptor recibe 1 millón de dólares en concepto de alivio de la deuda y el gran receptor recibe 91 millones de dólares (91 = 100 - 9) en concepto de alivio de la deuda. Por consiguiente, para los pequeños receptores α es igual a 0,1 y para el gran receptor α es igual a -0,34 (-0,34 = (879,1 - 910)/91). Puesto que hay nueve pequeños receptores y un gran receptor, el valor medio de α es 0,056.

Capítulo VI

CUESTIONES ACTUALES RELACIONADAS CON LA DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO

A. Introducción

Con frecuencia, las grandes entradas de capital se consideran un signo de fortaleza económica del país receptor y a veces se han citado como prueba de la existencia de buenas instituciones y oportunidades de inversión. En cambio, una elevada deuda externa suele considerarse un signo de debilidad, y la acumulación de esa deuda preocupa a los países en desarrollo. Estas percepciones no son coherentes, ya que la acumulación de deuda es la consecuencia lógica de las grandes entradas de capital, a menos que éstas adopten la forma de donaciones o corrientes de inversiones.

En caso de endeudamiento externo excesivo, el servicio de la deuda externa puede llegar a ser insostenible y dar lugar a una crisis financiera y a la disminución del crecimiento económico. Una deuda externa elevada también reduce el espacio de políticas de un país, ya que limita la capacidad del gobierno para llevar adelante una política monetaria o fiscal independiente.

Durante los períodos de auge económico, cuando hay abundante capital externo y es fácil contraer deuda externa, los países en desarrollo a menudo preparan el terreno para una crisis futura. Tener en cuenta ese dato es particularmente importante en la coyuntura actual, cuando un gran número de países en desarrollo han consolidado las posiciones de su balanza por cuenta corriente, lo que les ha permitido reducir su endeudamiento externo. Probablemente, esta situación se debe en parte a la mejora de las políticas macroeconómicas y la gestión de la deuda en los países deudores. También se debe a los considerables esfuerzos de los acreedores oficiales por aliviar la deuda externa insostenible de los países, empezando por el lanzamiento en 1996 de la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados (PPME), reforzada al comenzar el nuevo milenio. Pero el principal factor que ha contribuido a reducir el endeudamiento externo ha sido un clima externo favorable, caracterizado por los altos precios de los productos básicos y los bajos tipos de interés. La ralentización del crecimiento en las economías desarrolladas (examinada en el capítulo I del presente *Informe*) y los posibles efectos secundarios de la crisis de las hipotecas de alto riesgo podrían invertir esta situación favorable y dar lugar a un nuevo deterioro de la situación de endeudamiento de los países en desarrollo.

En el presente capítulo se abordan varias cuestiones que podrían plantearse en esa situación. En la sección B se examina la evolución reciente de la situación de la deuda externa de los países en desarrollo y los diferentes factores que han contribuido a

mejorar los indicadores tradicionales de la deuda. Se muestra que, sobre todo gracias a un clima externo favorable, la situación general de la deuda ha mejorado notablemente en los últimos siete años, aunque con diferencias considerables entre regiones y países.

En la sección C se examina el historial del alivio oficial de la deuda y su contribución a la mejora de la situación de la deuda externa de los países en desarrollo. Para ser eficaz, el alivio de la deuda no debería sustituir a otras formas de ayuda; más bien, en la mayoría de los casos, debería venir acompañado de un aumento de la AOD para ayudar a los países a acelerar el crecimiento y el cambio estructural y a lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio establecidos por las Naciones Unidas en 2000.

Como se examina en el capítulo V, es posible que el alivio de la deuda externa no se haya añadido a otras formas de ayuda, pero sí puede afirmarse que ha ayudado a varios países a alcanzar niveles más sostenibles de deuda en los últimos años. Esos países, y también los que no han experimentado graves crisis de la deuda en los últimos tiempos, tienen ante si el desafío de aprovechar las mejoras recientes de los indicadores económicos y acelerar el proceso de inversión, crecimiento y cambio estructural sin descuidar la sostenibilidad de la situación de endeudamiento. En este contexto, en la sección D se examina con mayor detalle el modo de mantener la sostenibilidad de la deuda a medio y largo plazo. Se intenta aclarar algunos de los conceptos y definiciones relacionados con la sostenibilidad de la deuda y se señalan algunos problemas de los marcos de sostenibilidad de la deuda adoptados por las instituciones de Bretton Woods. El principal mensaje de esta sección es que el análisis de la sostenibilidad de la deuda tiene que incluir un análisis detallado de las razones de la acumulación de la deuda. Por consiguiente, es necesario ir más allá de los simples ejercicios basados en el análisis de unos pocos indicadores de la deuda y umbrales de endeudamiento que a menudo no se calculan adecuadamente.

Reconociendo que, incluso cuando se adoptan las mejores políticas, no pueden descartarse por completo las crisis de la deuda, provocadas en la mayoría de los casos por perturbaciones financieras externas, en la sección E se vuelve a examinar la necesidad de un marco internacional para hacer frente a las situaciones de endeudamiento insostenible de manera ordenada. Se indica que un mecanismo reglamentario para la resolución de los casos de impago de la deuda soberana es un elemento esencial del que carece la estructura financiera internacional. El capítulo concluye con recomendaciones de políticas a nivel nacional e internacional en apoyo de estrategias sólidas de financiación y endeudamiento externos.

B. Evolución reciente de la deuda externa de los países en desarrollo

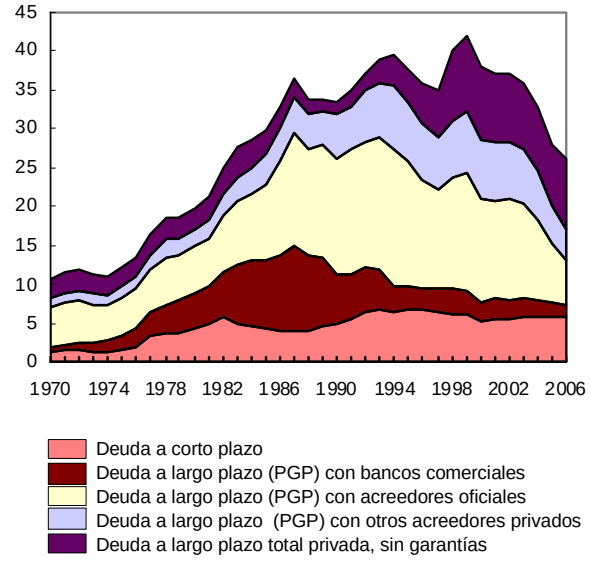
Aunque puede haber distintas definiciones de la deuda externa, el término utilizado en el presente capítulo se refiere a la deuda contraída por los residentes de un país con no residentes, con independencia de la moneda en que se exprese. Esa es la definición adoptada oficialmente por los principales compiladores de información estadística sobre deuda pública[1].

En los tres últimos decenios, los países en desarrollo han atravesado varias crisis financieras y económicas estrechamente relacionadas con su situación de endeudamiento externo. A principios de los años setenta, la deuda externa total de los países en desarrollo era relativamente baja (alrededor del 11% de su ingreso nacional bruto (INB)) y estable (gráficos 6.1 y 6.2). Después de la crisis del petróleo de mediados de los años setenta, su deuda comenzó a crecer rápidamente y sus indicadores de la deuda empeoraron. Esto se debió sobre todo al rápido crecimiento de la deuda contraída con los bancos comerciales y a la deuda a corto plazo en el contexto de lo que se dio en llamar el "reciclaje de los petrodólares" (es decir, la financiación de los crecientes déficit comerciales de

Gráfico 6.1

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1970-2006

(En porcentaje del INB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Banco Mundial, base de datos *Global Development Finance*.
Nota: PGP es la deuda pública y con garantía pública.

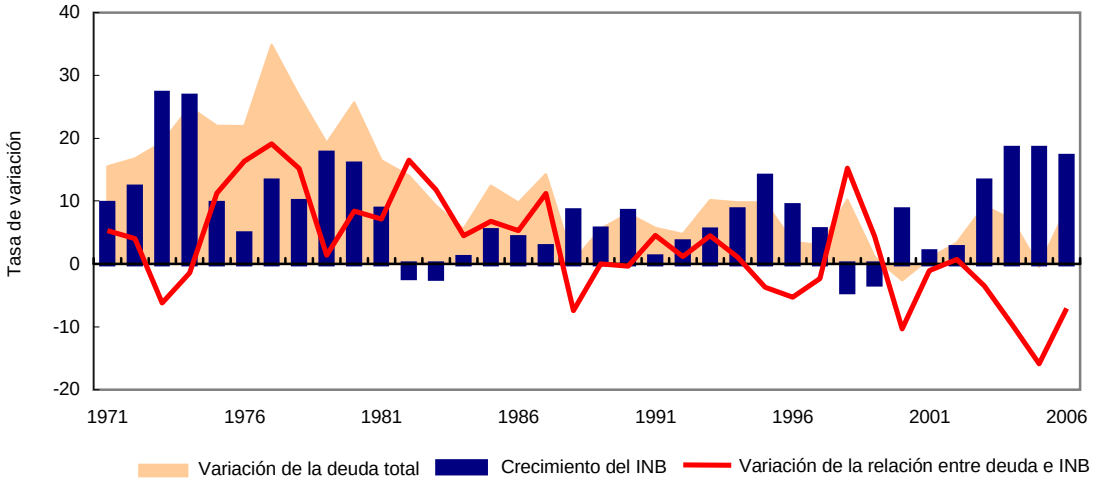
los países importadores de petróleo) en un entorno financiero internacional de liberalización. Esta tendencia se acentuó a principios de los años ochenta tras el fuerte aumento de los tipos de interés en las economías desarrolladas a raíz del cambio del régimen monetario de los Estados Unidos. La deuda contraída con los bancos comerciales y otros acreedores institucionales privados aumentó rápidamente, mientras que la producción de la mayoría de los países deudores se estancó o incluso disminuyó. Esta situación provocó una grave crisis económica en muchos países en desarrollo, en especial en América Latina, que estaban endeudados con sindicatos bancarios internacionales. Aunque había pocos préstamos nuevos (de esa fuente), la acumulación de atrasos en los pagos de esos países disparó el coeficiente de deuda externa, que alcanzó el 36% del INB en 1987.

Los elevados niveles de deuda se mantuvieron incluso después de que varios países emergentes empezaran a intercambiar sus préstamos bancarios sindicados fallidos por bonos soberanos emitidos en el marco del Plan Brady. El Plan logró reducir la deuda contraída por los países en desarrollo con acreedores comerciales, pero no afectó a la deuda contraída con acreedores oficiales. En consecuencia, la proporción de deuda contraída con acreedores

Gráfico 6.2

DESCOMPOSICIÓN DE LAS VARIACIONES EN LA RELACIÓN ENTRE DEUDA E INB EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1971-2006

(En porcentaje)



Fuente: Véase el gráfico 6.1.

comerciales disminuyó de un 43% del total de la deuda externa en 1988 a un 28% en 1995. El posterior aumento de la deuda externa se vio afectado por una serie de crisis financieras que golpearon al mundo en desarrollo en la segunda mitad de los años noventa.

Tras la crisis financiera asiática de 1997, los países en desarrollo en su conjunto sufrieron una notable desaceleración del crecimiento del INB, mientras que su deuda total aumentó rápidamente, lo que hizo que la relación entre deuda agregada e INB alcanzara un punto máximo (gráfico 6.2 y cuadro 6.1). La rápida recuperación de las economías del Asia oriental frenó esta tendencia al alza en 2000. A partir de ese año, el nivel de la deuda comenzó a bajar, en especial la deuda pública a largo plazo contraída con acreedores oficiales. Tras una fase de crecimiento relativamente lento, la recuperación de los países en desarrollo a partir de 2003 ha reducido considerablemente la relación entre deuda e INB y entre deuda y exportaciones en esos países.

Desde 2003, la relación entre deuda e INB y entre deuda y exportaciones en los países en desarrollo ha disminuido considerablemente.

Sin embargo, el volumen de la deuda ha seguido aumentando en términos absolutos, si bien con importantes diferencias entre países y regiones (cuadro 6.1). Entre 2000 y 2007, el volumen de la deuda pendiente disminuyó más de un 8% en el África subsahariana y permaneció casi constante en África del Norte y el Oriente Medio y en América Latina y el Caribe. En cambio, aumentó más de un 40% en Asia meridional y oriental y más de un 160% en Europa oriental y la región de Asia central, que en 2007 concentró el 37% de toda la deuda externa de los países en desarrollo y las economías en transición. El servicio de la deuda externa de la región de Europa oriental y Asia central representó más del 7% del INB, un porcentaje ligeramente superior al registrado en América Latina durante la crisis de la deuda a principios de los años ochenta. Esta tendencia es aún más preocupante si se tiene en cuenta que el entorno exterior ha sido mucho más favorable tanto en lo que respecta a los tipos de interés como en lo tocante al crecimiento de la demanda en la economía mundial.

La disminución del endeudamiento externo ha venido acompañada de un fuerte aumento de las reservas internacionales.

La disminución del endeudamiento externo de los países en desarrollo en los últimos años ha venido acompañada de un fuerte aumento de sus reservas internacionales: alrededor de un 440% entre 2000 y 2007 (cuadro 6.1). Este aumento no sólo se registró en las regiones en las que disminuyó el volumen de la deuda, sino también en Europa oriental y Asia central y en Asia oriental y meridional, donde aumentó el volumen de la deuda. Esa situación refleja diferencias entre los resultados por cuenta corriente de los países de esas regiones, así como el hecho de que en algunos casos las reservas internacionales aumentaron junto a la deuda externa bruta. De hecho, el grupo constituido por Europa oriental y Asia central experimentó el mayor crecimiento (en términos porcentuales) de las reservas internacionales entre 2000 y 2007 (aproximadamente un 585%), seguido de Asia oriental (un 556%, si bien esta región tuvo el mayor crecimiento absoluto de las reservas internacionales) y Asia meridional (488%).

Desde 2006, el total de reservas internacionales de todos los países en desarrollo tomados en su conjunto ha superado su deuda total a largo plazo. A fines de 2007, esas reservas alcanzaron una cifra estimada de 3.700 billones de dólares de los EE.UU., lo que equivale a dos tercios de las reservas mundiales totales de divisas (FMI, 2008). Habida cuenta de que la mayor parte de las reservas internacionales están colocadas en activos emitidos por los países desarrollados, los países en desarrollo, en conjunto, ya no tienen deuda externa neta.

En este contexto, cabe señalar que las tendencias que reflejan los datos agregados que figuran en el cuadro 6.1 vienen en gran medida determinadas por el desempeño de unos pocos países grandes y de los pocos países que tenían coeficientes de deuda sumamente elevados a mediados de los años noventa[2]. Esto se refleja en los indicadores alternativos contenidos en el gráfico 6.3, que compara el promedio y la mediana de las relaciones entre deuda e INB con la relación correspondiente al conjunto de todos los países en desarrollo. El gráfico muestra que, en 2006, el promedio de la relación entre

Cuadro 6.1

INDICADORES DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1980-2007

(En porcentaje, a menos que se indique otra cosa)

	1980-1990	*1991-1995*	*1996-2000*	*2001-2005*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*
Deuda total *(en miles de millones de dólares)*								
Todos los países	892,3	1.627,4	2.192,2	2.538,9	2.256,6	2.739,9	2.983,7	3.357,2
África subsahariana	111,0	202,1	221,7	220,5	211,9	216,2	173,5	193,8
África del Norte y Oriente Medio	106,1	152,9	155,2	154,2	145,2	148,9	141,3	151,3
Asia meridional	72,0	143,5	155,8	178,9	160,0	190,7	227,3	240,3
Asia oriental y el Pacífico	134,1	344,7	518,1	555,3	497,7	614,1	660,0	715,6
América Latina y el Caribe	374,5	517,4	714,7	780,6	754,5	747,3	734,5	787,6
Europa oriental y Asia central	94,5	266,7	426,7	649,4	487,1	822,7	1.047,0	1.268,5
Deuda total como porcentaje del INB								
Todos los países	30,3	38,6	39,3	35,4	38,9	28,4	26,4	24,4
África subsahariana	44,5	70,6	69,3	54,3	66,5	37,1	26,2	25,4
África del Norte y Oriente Medio	47,5	63,7	44,4	34,5	38,4	26,2	21,9	19,5
Asia meridional	22,9	37,1	28,3	23,4	26,7	18,8	19,8	17,1
Asia oriental y el Pacífico	26,8	37,0	34,2	24,3	29,6	20,2	18,4	16,3
América Latina y el Caribe	50,3	37,6	37,6	41,0	38,9	30,7	25,8	23,7
Europa oriental y Asia central	..	28,0	46,6	48,1	54,9	40,7	43,2	40,9
Deuda total como porcentaje de las exportaciones[a]								
Todos los países	173,6	172,0	141,9	103,2	122,6	73,6	65,8	62,0
África subsahariana	180,7	250,2	213,3	143,9	178,9	88,8	59,8	57,8
África del Norte y Oriente Medio	165,8	159,0	134,4	86,0	103,7	59,8	49,1	45,9
Asia meridional	248,7	271,2	178,0	116,9	151,3	80,7	77,6	69,8
Asia oriental y el Pacífico	132,1	119,3	98,9	62,2	77,4	43,8	38,2	34,2
América Latina y el Caribe	288,5	227,2	187,2	151,4	164,2	105,4	86,8	82,5
Europa oriental y Asia central	..	128,2	127,5	112,7	128,4	92,6	95,6	94,1
Servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones[a]								
Todos los países	21,8	17,5	19,9	16,8	20,2	13,6	12,6	9,7
África subsahariana	14,6	13,3	13,9	8,9	11,4	8,3	7,4	5,0
África del Norte y Oriente Medio	19,4	19,9	16,7	10,8	12,7	8,7	10,4	6,1
Asia meridional	22,1	24,8	18,4	14,6	14,6	11,9	7,5	6,9
Asia oriental y el Pacífico	19,1	14,5	12,7	9,6	11,4	5,9	5,0	4,3
América Latina y el Caribe	37,6	25,4	36,1	29,1	38,9	22,8	23,0	15,3
Europa oriental y Asia central	..	12,0	15,9	21,3	19,0	21,7	20,0	16,7
Servicio de la deuda como porcentaje del INB								
Todos los países	4,1	4,0	5,5	5,8	6,4	5,2	5,1	3,8
África subsahariana	3,7	3,8	4,5	3,4	4,2	3,5	3,2	2,2
África del Norte y Oriente Medio	5,7	8,0	5,5	4,3	4,7	3,8	4,6	2,6
Asia meridional	2,0	3,4	2,9	2,9	2,6	2,8	1,9	1,7
Asia oriental y el Pacífico	3,9	4,5	4,4	3,7	4,3	2,7	2,4	2,1
América Latina y el Caribe	6,8	4,2	7,4	7,9	9,2	6,6	6,9	4,4
Europa oriental y Asia central	..	2,7	5,9	9,1	8,1	9,5	9,0	7,3
Partida pro memoria:								
***Reservas* internacionales** *(en miles de millones de dólares)*								
Todos los países	136,5	333,8	624,7	1.335,6	691,6	2.053,1	2.701,5	3.718,7
África subsahariana	11,6	17,0	29,9	52,7	36,7	84,4	117,6	147,5
África del Norte y Oriente Medio	17,6	32,0	48,4	96,0	51,6	134,8	174,1	216,9
Asia meridional	11,8	22,5	38,6	114,4	47,2	156,7	198,5	277,3
Asia oriental y el Pacífico	40,7	116,2	248,6	629,4	283,0	1.020,4	1.315,7	1.856,8
América Latina y el Caribe	46,1	108,1	163,8	199,8	158,4	257,3	312,8	444,7
Europa oriental y Asia central	..	51,2	95,4	243,3	114,7	399,6	582,8	786,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Banco Mundial, base de datos *Global Development Finance*; y FMI, base de datos del *World Economic Outlook* para las estimaciones de 2007.

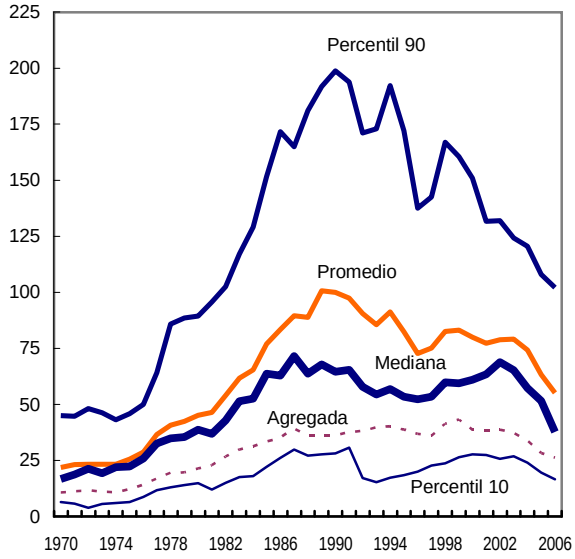
Nota: Las agrupaciones de países son las facilitadas por la fuente.

a Las exportaciones comprenden el valor total de los bienes y servicios exportados, los pagos compensatorios recibidos por los empleados y la renta de la inversión.

Gráfico 6.3

MEDIDAS ALTERNATIVAS DE LA RELACIÓN DEUDA E INB DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1970-2006

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Banco Mundial, base de datos *Global Development Finance*.
Nota: El promedio se refiere al promedio aritmético de los países y el total es el promedio ponderado del cuadro 6.1.

deuda e INB de un país en desarrollo se situaba en aproximadamente el 55% y la mediana de esa relación para todos los países en desarrollo era del 37%. El gráfico 6.3, que también muestra las relaciones entre deuda e INB en los países en los percentiles 10 y 90 de la distribución de esta variable, permite observar nuevamente diferencias considerables. En 1990, la relación entre deuda e INB del país que estaba en el percentil 90 de la distribución era del 198% - casi siete veces superior a la del país en el percentil 10 de la distribución, cuya relación entre deuda e INB era del 28%. En 2006, los niveles de la deuda eran inferiores, pero la variación de esos niveles seguía siendo importante. La relación entre deuda e INB del país que estaba en el percentil 90 de la distribución seguía siendo seis veces superior a la del país del percentil 10 de la distribución (102% frente al 17%).

Estas tendencias en los indicadores de endeudamiento externo de los países en desarrollo se han visto acompañadas de cambios considerables en la composición de la deuda externa (cuadro 6.2). En 1990, aproximadamente el 95% de la deuda externa a largo plazo de los países en desarrollo se había contraído con gobiernos o entidades públicas, o estaba garantizada por dichas entidades. En 2007, la proporción de esa deuda pública y con garantía pública había disminuido a alrededor del 52% de la deuda externa a largo plazo de los países en desarrollo. El descenso de la proporción de la deuda pública

Cuadro 6.2

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA EXTERNA EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1980-2007

(En miles de millones de dólares, a menos que se indique otra cosa)

	1980-1990	*1991-1995*	*1996-2000*	*2001-2005*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*
Deuda a largo plazo	761,4	1.326,1	1.783,1	2.028,2	1.888,3	2.128,6	2.305,3	2.557,8
Deuda pública y con garantía pública	685,7	1.192,5	1.345,9	1.413,1	1.350,1	1.365,8	1.267,1	1.335,4
Deuda privada	75,7	133,5	437,1	615,0	538,2	762,7	1.038,2	1.222,4
Proporción de deuda privada en la deuda a largo plazo *(en porcentaje)*	9,9	10,1	24,5	30,3	28,5	35,8	45,0	47,8
Acreedores oficiales	318,7	695,7	774,4	780,6	779,3	726,5	649,6	646,8
Acreedores privados	442,7	630,4	1.008,7	1.247,6	1.109,1	1.402,1	1.655,7	1.911,1
Proporción de acreedores privados de deuda a largo plazo *(en porcentaje)*	58,1	47,5	56,6	61,5	58,7	65,9	71,8	74,7

Fuente: Véase el cuadro 6.1.

externa se ha debido en parte a una reducción general de la deuda pública total de los países en desarrollo desde el inicio del nuevo milenio y a un rápido aumento del endeudamiento externo privado. También es producto de una estrategia destinada expresamente a sustituir la deuda pública externa por deuda emitida localmente. En 1994, aproximadamente un 30% del total de la deuda pública de los países en desarrollo se emitía localmente; en 2005 esa proporción había aumentado a un 40% (Panizza, 2008a). Aunque no se dispone de datos más recientes sobre todos los países en desarrollo, hay algunos indicios de que esta tendencia continuó durante el período 2005-2007, en especial en los grandes países emergentes. También ha cambiado la composición de los prestamistas: la deuda externa a largo plazo del sector público con acreedores oficiales era superior al 70% a principios de los años setenta y disminuyó a aproximadamente el 50% en 2007 (cuadro 6.2). Estos cambios en la composición de la deuda externa y pública tienen importantes consecuencias para la sostenibilidad de la deuda, porque los distintos tipos de deuda dan lugar a distintas vulnerabilidades.

El cambio de tipo de endeudamiento en los países en desarrollo, que de externo pasó a interno, se vio facilitado por la mejora de la situación de la balanza por cuenta corriente, que redujo la necesidad de financiación externa en muchos de esos países. A ello también contribuyó los tipos de interés internacionales relativamente bajos y la abundante liquidez mundial, que llevaron a los inversores a aumentar su cartera de instrumentos locales emitidos por países en desarrollo[3]. No obstante, no está claro si esa tendencia se mantendrá en el entorno actual de menor liquidez[4].

Las condiciones externas favorables, incluido el crecimiento relativamente rápido de la economía mundial y la mejora de la relación de intercambio de un gran número de países en desarrollo, también han contribuido a mejorar los coeficientes de deuda en los últimos años. Una grave crisis económica en los países desarrollados y un aumento brusco de la aversión al riesgo de los inversores internacionales podrían poner freno fácilmente a la tendencia positiva actual. Así pues, aunque no cabe ninguna duda de que la situación de la deuda de un gran número de países en desarrollo es más tranquila que hace diez años, la deuda externa sigue siendo un importante obstáculo a la aplicación de las estrategias de desarrollo de muchos países, en especial los países de renta baja y los países menos adelantados (PMA). El lanzamiento de la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados (PPME) en 1996, la Iniciativa Ampliada para los PPME en 1999 y la Iniciativa de Alivio de la Deuda Multilateral (IADM) en 2005 se basó en el reconocimiento por la comunidad internacional de que el sobreendeudamiento limitaba considerablemente el crecimiento y la reducción de la pobreza en esos países. Estas iniciativas destinadas a mitigar el problema de la deuda de los países en desarrollo, junto a los esfuerzos desplegados en el marco más amplio del Club de París, han contribuido sin duda a la reciente mejora de los indicadores de la deuda. En la siguiente sección se examinan más de cerca los resultados de esos esfuerzos.

La deuda externa sigue siendo un importante obstáculo a la aplicación de las estrategias de desarrollo de muchos países.

C. Alivio de la deuda

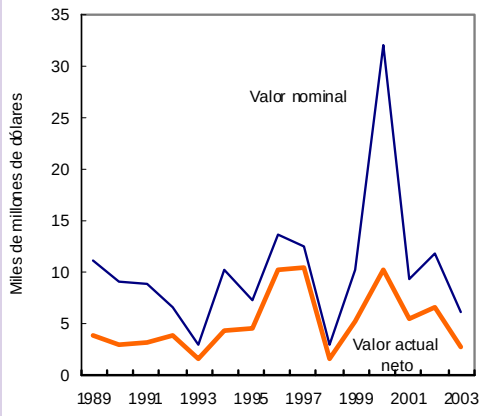
Una dificultad a la hora de medir los beneficios reales del alivio de la deuda es que, según la estructura de los vencimientos, el valor actual neto de la deuda cancelada puede ser considerablemente inferior a su valor nominal (recuadro 6.1). Además, una parte significativa de la deuda condonada es improductiva en el momento de su cancelación, aspecto ignorado por las medidas habituales de alivio de la deuda. Un estudio reciente ha constatado que, en el período 1990-2006, entre un 6 y un 7% del alivio de la

Recuadro 6.1

VALOR NOMINAL Y VALOR ACTUAL NETO DEL ALIVIO DE LA DEUDA

Tanto los datos de la base de datos GDF como los del CAD indican el valor nominal de la deuda condonada y pasan por alto el hecho de que el valor actual de esa deuda podría ser muy inferior a su valor nominal. Este problema puede ilustrarse con el siguiente ejemplo: el país A tiene una deuda de 100 millones de dólares que vence en 2100, con un tipo de interés igual al del mercado; el país B también tiene una deuda de 100 millones de dólares que vence en el año 2100, pero esta deuda está sujeta a un tipo de interés que apenas llega a la mitad del tipo del mercado. Suponiendo un tipo de interés de mercado del 7% para descontar los flujos de pagos asociados a ambas deudas, el valor actual de la deuda del país A es 100 millones de dólares, mientras que el valor actual de la deuda del país B es apenas superior a 50 millones de dólares. Habida cuenta de que los datos relativos al alivio de la deuda se centran en el valor nominal de la deuda cancelada, una iniciativa de alivio de la deuda que cancele la deuda de ambos países quedaría registrada como la cancelación de una deuda valorada en 200 millones de dólares. Pero esto exagera la cuantía del alivio real de la deuda[a]. Depetris Chauvin y Kraay (2005) han formulado dos medidas (una basada en datos comunicados por los acreedores y la otra en datos comunicados por los deudores) para calcular el alivio real de la deuda. Una comparación de los datos de la GDF sobre el valor nominal del alivio de la deuda utilizando los cálculos de estos autores sobre el valor actual del alivio de la deuda comunicado por los deudores muestra que el valor actual es siempre inferior al valor nominal, con diferencias que varían entre un 15 y un 65% del valor nominal del alivio de la deuda (véase el gráfico). Los datos de la GDF indican que, en el período 1989-2003, los países en desarrollo se beneficiaron de un alivio de la deuda equivalente a unos 137.000 millones de dólares. Según los cálculos de Depetris Chauvin y Kraay (2005), el alivio de la deuda comunicado por los deudores en el mismo período sólo ascendió a 76.000 millones de dólares.

ALIVIO DE LA DEUDA: VALOR NOMINAL Y VALOR ACTUAL NETO, 1989-2003



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Banco Mundial, base de datos *Global Development Finance*; y Depetris Chauvin and Kraay, 2005.

[a] Esto no está necesariamente relacionado con el cálculo del alivio de la deuda como proporción de la deuda total, porque es posible que el denominador y el numerador estén afectados por el mismo problema.

deuda revistió la forma de reconocimiento de atrasos, y este porcentaje aumentó a aproximadamente un 15% tras el lanzamiento de la Iniciativa para los PPME. Sólo para los PPME, los atrasos han representado hasta un 20% del alivio de su deuda desde 1996. Esta proporción ha aumentado a un 40% desde 2000, en el marco de la Iniciativa Ampliada para los PPME (Panizza, 2008b). Así, una parte considerable del alivio de la deuda concedido en el marco de la Iniciativa para los PPME ha sido simplemente un ejercicio de contabilidad, que puede haber tenido efectos positivos en cuanto a que ha limpiado los libros de los deudores, pero que no ha liberado ningún recurso para el gasto público con otros fines[5].

Hasta la segunda mitad de los años noventa, el alivio y la reestructuración de la deuda de los países de renta baja obedecían en su mayor parte a reescalonamientos del Club de París, y sólo abarcaban deuda bilateral[6]. Esto cambió en 1996 tras el lanzamiento de la Iniciativa para los PPME, cuyo objetivo era proporcionar una amplia asistencia adicional a los

Recuadro 6.2

REDUCCIÓN DE LA DEUDA EN EL MARCO DE LA INICIATIVA PARA LOS PPME Y LA IADM[a]

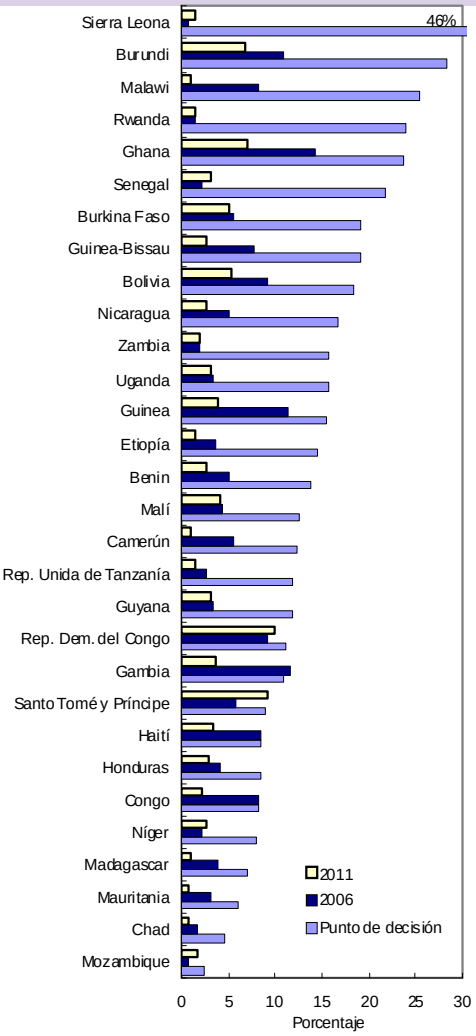
Al mes de diciembre de 2006, la Iniciativa para los PPME y la IADM habían reducido en 96.000 millones de dólares el valor actual neto de la deuda externa de los países que habían alcanzado el punto de decisión en el marco de la Iniciativa, que les da derecho a un alivio provisional. Esta cifra duplica con creces el valor actual neto del volumen total de la deuda externa de los países que habían alcanzado el punto de decisión a finales de 2005. Según los cálculos del FMI y la AIF, el recorte de la deuda en el marco de la Iniciativa para los PPME y la IADM reducirá el servicio de la deuda en 1.300 millones de dólares en 2007.

Las iniciativas eran importantes para reducir el endeudamiento de los países participantes. El promedio de la relación entre servicio de la deuda y exportaciones se redujo del 18% en el punto de decisión al 5,6% en 2006 y se prevé que llegará al 3,3% en 2011. No obstante, hay grandes disparidades entre los países y la reducción del servicio de la deuda como porcentaje del PIB gracias al alivio de la deuda varía entre el 0,3% en Zambia y el 1,8% en Guyana.

El gráfico muestra el servicio de la deuda como proporción de las exportaciones para todos los países que han alcanzado el punto de decisión en tres momentos: en el punto de decisión, a finales de 2006 y en 2011 (proyección). Demuestra que la Iniciativa redujo drásticamente los coeficientes del servicio de la deuda de todos los países participantes y que probablemente los coeficientes de deuda disminuirán en la mayoría de los países en un futuro próximo (a excepción de Mozambique, Níger, la República Democrática del Congo, Rwanda, Santo Tome y Príncipe, Senegal y Sierra Leona). Sin embargo, aunque el alivio de la deuda en virtud de las dos iniciativas ha mejorado los coeficientes de deuda de los países beneficiarios, más de la mitad de los países que alcanzaron el punto de culminación aún tienen riesgo de crisis de endeudamiento moderado o alto y sólo 10 de 22 de estos países han pasado a la categoría de riesgo bajo.

SERVICIO DE LA DEUDA DE LOS PPME EN EL PUNTO DE DECISIÓN, EN 2006 Y 2012

(Como porcentaje de las exportaciones)



[a] Todos los datos que figuran en este recuadro se basan en FMI, 2007.

países para los que los mecanismos tradicionales de alivio de la deuda habían resultado insuficientes y ofrecer a los países pobres muy endeudados una salida del proceso de reescalonamiento reiterado de la deuda. La razón que justificó este enorme alivio de la deuda fue que debido al sobreendeudamiento los países pobres habían quedado atrapados en una situación que les impedía no sólo atender el servicio

de su deuda ordenadamente, sino también lograr un ritmo de crecimiento que les permitiera reducir la pobreza y acortar las diferencias de ingresos con los países más desarrollados.

Entre 1996 y 2004, los PPME se beneficiaron de más de dos terceras partes del total del alivio de la deuda otorgado por los países de la OCDE y los bancos multilaterales de desarrollo. Esta proporción disminuyó a un promedio de menos del 20% en 2005 y 2006, cuando el grueso del alivio de la deuda se concedió a unos pocos países que salían de crisis políticas y económicas, en particular el Afganistán y el Iraq, y a un importante deudor de renta media, Nigeria. La cuantía total del alivio de la deuda concedido a los países en desarrollo como grupo es bastante reducida en comparación con el volumen total de la deuda de los países en desarrollo. Por ello, aunque el alivio de la deuda ha contribuido de manera significativa a mejorar los indicadores de la deuda de muchos países por separado (recuadro 6.2), sólo explica en parte la mejora de los indicadores de la deuda agregada. El valor nominal del total del alivio de la deuda otorgado a los PPME y a otros países entre 1996 y 2006 ascendió a 75.000 millones de dólares. Esa cantidad equivalía a aproximadamente el 6% del volumen de la deuda externa pública a largo plazo de los países en desarrollo en 2006 y representaba 0,6 puntos porcentuales de la mejora de la relación entre deuda agregada e INB[7].

Aunque en el Consenso de Monterrey se instaba a la comunidad internacional a considerar "activamente y sin tardanza" medidas para el alivio de la deuda, no todos están de acuerdo en la conveniencia del alivio de la deuda. Se ha argumentado, por ejemplo, que el alivio de la deuda puede ser beneficioso para determinados países de renta media, pero no para los PPME. Según esta opinión, el alivio de la deuda se considera beneficioso para los países de renta media que están sobreendeudados (es decir, cuyo nivel de deuda es tan elevado que los acreedores no están dispuestos a otorgarles más crédito). Este no es el caso de los PPME, cuyo principal obstáculo a la inversión es la falta de instituciones básicas de mercado y no el sobreendeudamiento, como demuestra el hecho de que en esos países siempre ha habido transferencias netas positivas (Arslanalp y Henry, 2004; 2006). Esta opinión concuerda con la constatación de que el alivio de la deuda de los PPME no aumenta el crecimiento, mientras que en otros países en desarrollo una cancelación de la deuda equivalente al 1% del INB aumenta la tasa de crecimiento en alrededor de 0,2 puntos porcentuales (Hepp, 2005)[8]. Por otra parte, otro estudio indica que el alivio de la deuda es la forma más eficaz de ayuda porque supuestamente reduce los costos de transacción de los programas de ayuda convencionales (Birdsall y Deese, 2004). El estudio argumenta que, a diferencia de los programas de ayuda, no es preciso que los funcionarios de los países receptores satisfagan los distintos intereses y prioridades de los diversos organismos donantes, y que los recursos liberados por el alivio de la deuda equivalen a un apoyo presupuestario flexible que permite a los países receptores utilizar esos recursos de acuerdo con sus propias prioridades. Asimismo, se considera que el alivio de la deuda puede ser más eficaz que otras formas de ayuda, porque no puede condicionarse a las adquisiciones de bienes o servicios de los países donantes.

Otra cuestión importante es si el alivio de la deuda bastará para garantizar la sostenibilidad de la deuda a medio y largo plazo. Easterly (2002) señala que antes de 1996 el alivio de la deuda no lograba ese objetivo, y de momento no hay indicios claros de que la situación haya cambiado con el lanzamiento de la Iniciativa para los PPME aunque, desde entonces, el análisis de la sostenibilidad de la deuda ha pasado a ser un elemento esencial en la determinación del alivio de la deuda. Algunos países que se beneficiaron del alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa para los PPME están acumulando de nuevo deuda a un ritmo acelerado, que pronto puede llegar a un nivel insostenible (Banco Mundial, 2006a; Birdsall y Deese, 2004). Esta tendencia obedece a veces a errores de política: cuando hay políticos insaciables (y quizás deshonestos) que se endeudan tanto como pueden, cualquier intento de solucionar los problemas de deuda mediante el alivio de la deuda provocará un auge temporal para precipitar luego al país a una nueva situación insostenible (Easterly, 2002). Otra explicación de que la deuda se haya vuelto a acumular rápidamente en los países que se han beneficiado de una medida de alivio de la deuda es el hecho de que quedan muchas necesidades por satisfacer en esos países. Por lo tanto, cuando el alivio de la deuda reduce las restricciones presupuestarias, los gobiernos se endeudan y gastan lo máximo posible para atender esas necesidades. Esta opinión es la premisa fundamental de la propuesta de Sachs (2005) para acabar con la pobreza y del informe de las Naciones Unidas (2005) sobre cómo alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Según esta opinión, el alivio de la pobreza no se malgasta, y los países pobres no sólo necesitan alivio de la deuda, sino también que se les proporcione

más ayuda. Este problema se agrava por el hecho de que, en el marco de las iniciativas actuales, el alivio de la deuda está supeditado al aumento del gasto social que, en algunos casos, puede exigir menos gasto público destinado a proyectos de inversión que son directamente productivos y ayudarían a la economía a salir de sus problemas de deuda.

> Los países pobres no sólo necesitan alivio de la deuda, sino también que se les proporcione más ayuda.

En julio de 2005 se lanzó la Iniciativa de Alivio de la Deuda Multilateral (IADM) para complementar el proceso de alivio de la deuda de los PPME liberando recursos adicionales para apoyar los esfuerzos de los países por alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. En el marco de la IADM, los países que ya no tienen derecho a recibir asistencia con arreglo a la Iniciativa para los PPME se benefician de la cancelación del 100% de su deuda con las instituciones financieras multilaterales participantes. Aunque todos los grandes bancos regionales de desarrollo participan en la Iniciativa para los PPME, la IADM sólo cubre la deuda contraída con el FMI, la Asociación Internacional de Fomento (AIF) del Banco Mundial y el Fondo Africano de Desarrollo (FAfD). El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se unió a la iniciativa más tarde, pero no recibió ninguna compensación por el alivio de la deuda que había otorgado en el marco de la IADM[9].

Aunque la IADM constituye un nuevo intento por apoyar los esfuerzos destinados a combatir la pobreza en los países pobres muy endeudados, puede producir resultados paradójicos, ya que no incluye a los países pobres con niveles de deuda moderados. Para entender los problemas que ello plantea, conviene examinar el caso de dos países pobres que sólo están endeudados con instituciones multilaterales. Ambos tienen niveles de ingresos igualmente bajos y necesidades similares de financiar inversiones en infraestructura social y física. La diferencia principal radica en el nivel de su deuda externa. El valor actual neto (VAN) de la deuda externa total del país A equivale al 100% de su producto interno bruto (PIB). Por consiguiente, reúne las condiciones para acogerse al alivio de la deuda previsto para los PPME y también se beneficiará de la cancelación total de su deuda en el marco de la IADM. El VAN de la deuda externa total del país B equivale al 30% de su PIB y, por consiguiente, no reúne las condiciones para acogerse al alivio de la deuda previsto para los PPME ni se beneficiará de la cancelación total de su deuda en el marco de la IADM. Tras el alivio de la deuda multilateral, el país A, que había estado muy endeudado, no tendrá deuda, mientras que el país moderadamente endeudado B mantendrá su deuda inicial. Para no discriminar a los países que pudieron evitar situaciones de deuda insostenible en el pasado, a menudo a costa de disminuir la inversión pública y el gasto social, convendría más que la participación en la IADM no estuviera supeditada al hecho de que los países estuvieran muy endeudados.

> Todos los países pobres deberían poder beneficiarse de la IADM.

Como se examinó en el capítulo V, el alivio de la deuda otorgado por los acreedores oficiales se considera y se contabiliza como una forma de AOD. En general, los beneficios netos de las cancelaciones de la deuda dependen de la medida en que ese alivio reduzca el aumento de otras formas de AOD. Hasta la fecha, las evaluaciones del alivio de la deuda no han incluido una medida explícita de la adicionalidad del alivio de la deuda. En efecto, a falta de indicaciones claras que lo confirmen, es difícil evaluar si el alivio de la deuda otorgado en los últimos años, en particular en el marco de la Iniciativa para los PPME, se ha añadido realmente a otras formas de ayuda. Sin embargo, el análisis contenido en el capítulo V da la impresión de que no ha ocurrido así.

Este resultado también plantea dudas acerca de si es posible alcanzar el objetivo principal de las iniciativas de alivio de la deuda (es decir, reducir el endeudamiento de los países problemáticos a un nivel sostenible). En el marco de las iniciativas actuales, el alivio de la deuda ha estado supeditado, entre otras cosas, al resultado de un análisis de la sostenibilidad de la deuda. Así pues, sólo se benefician con medidas de alivio los países cuyo nivel de deuda se considere insostenible. Si bien este criterio parece razonable, hay una confusión considerable en torno al concepto de sostenibilidad de la deuda, que se examina en la siguiente sección.

D. Sostenibilidad de la deuda

El análisis de la sostenibilidad de la deuda se ha desarrollado en el contexto de las iniciativas de alivio de la deuda como instrumento para determinar si un país reúne las condiciones para beneficiarse del alivio de la deuda y en qué medida. Pero el alcance de ese análisis va mucho más allá de este objetivo específico. Un marco apropiado para el análisis de la sostenibilidad de la deuda puede ser un instrumento importante para la gestión eficaz de la deuda y la formulación de estrategias financieras destinadas a acelerar el crecimiento e introducir cambios estructurales a medio o largo plazo. Puede ayudar a los países en desarrollo a evitar crisis de deuda en el futuro, lo que daría más estabilidad al proceso de desarrollo y mejoraría el clima de inversión. Desde esta perspectiva, en la presente sección se examinan diversos aspectos del análisis de la sostenibilidad de la deuda con objeto de aclarar algunos de los conceptos y definiciones relacionados con la sostenibilidad de la deuda. En este análisis también se señalan algunas de las deficiencias de los marcos de sostenibilidad de la deuda adoptados por las instituciones de Bretton Woods.

Los análisis de la sostenibilidad de la deuda pueden ser un instrumento importante para la gestión eficaz de la deuda.

1. Marcos uniformes para el análisis de la sostenibilidad de la deuda

Hay dos marcos uniformes para evaluar la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo. El primero fue establecido por el FMI (2002a; 2003) y se centra en los países de renta media. El segundo fue establecido conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial y se centra en los países de renta baja. Ambos marcos establecen que una política es sostenible "si se prevé que un prestatario pueda seguir pagando el servicio de su deuda sin necesidad de que en el futuro deba practicarse una corrección del equilibrio entre ingresos y egresos cuyas dimensiones carezcan de realismo" (FMI, 2002a: 4). Ambos marcos establecen una hipótesis de referencia basada en las proyecciones a largo y mediano plazo de la evolución de las políticas y las variables macroeconómicas y evalúan la sostenibilidad de los coeficientes de deuda resultantes. En segundo lugar, los marcos someten el modelo a pruebas utilizando distintos supuestos sobre el comportamiento de las variables de política, los pasivos eventuales, los factores externos y la evolución macroeconómica. Este análisis de sensibilidad se utiliza luego para establecer el límite superior de la evolución de la relación entre deuda e INB en la peor de las hipótesis, y la evolución proyectada del coeficiente de deuda puede hacer las veces de sistema de alerta temprana que advierta que se está siguiendo una senda insostenible que requeriría la introducción de ajustes de política[10].

Ambos marcos se diferencian principalmente en su definición de los umbrales de la deuda[11]. Al examinar su marco de sostenibilidad de la deuda de los países de renta media, el FMI (2003) sugiere que la probabilidad de una "corrección" de la deuda aumenta significativamente cuando la deuda externa supera el 40% del PIB, pero no establece un umbral explícito por encima del cual se considera que la deuda es insostenible. En cambio, estos umbrales explícitos son un componente fundamental del marco de sostenibilidad de la deuda de los países de renta baja, y se utilizan también para orientar la asignación de subvenciones de la AIF y algunos otros

donantes. En la práctica, en el marco de sostenibilidad de la deuda de los países de renta baja se comparan las proyecciones de largo y mediano plazo de distintos coeficientes de deuda y los umbrales de carga de la deuda de los países, agrupados según la calidad percibida de sus políticas e instituciones, medida la evaluación de las políticas e instituciones nacionales del Banco Mundial según el CPIA por sus siglas en inglés (véase cap. IV, sec. D.3).

Según este criterio, cuanto mejor sea la calidad de las políticas e instituciones, más alto será el nivel de la deuda considerada sostenible. Sobre esta base, los países se clasifican en cuatro grupos: i) de riesgo bajo; ii) de riesgo moderado; iii) de riesgo alto; y iv) en crisis de la deuda[12]. Los países de riesgo alto de la AIF (llamados también países "en luz roja") reciben el 100% de la financiación de la AIF en forma de donaciones con un descuento del 20% sobre el volumen (es decir, reciben menos financiación, pero exclusivamente en forma de donaciones). Los países de riesgo moderado de la AIF (países "en luz ámbar") reciben el 50% de la financiación en forma de donaciones con un descuento del 10% sobre el volumen. Los países de riesgo bajo (países "en luz verde") reciben el 100% de la financiación en forma de préstamos sin ningún descuento sobre el volumen[13].

El uso de la evaluación de las políticas e instituciones nacionales (CPIA) como único criterio para determinar los umbrales de deuda ha sido objeto de muchas críticas. Las series históricas del CPIA no se divulgan y todos los análisis que relacionan la sostenibilidad de la deuda con el índice CPIA fueron realizados por el personal del Banco Mundial y el FMI; ningún investigador externo ha podido probar la precisión de las relaciones entre estas dos variables. También es cuestionable que el efecto cuantitativo del índice CPIA sobre la probabilidad de una crisis de la deuda sea suficiente para determinar umbrales de deuda que se basan sólo en estas evaluaciones. Además, el índice CPIA tiende a ser un instrumento de medición imperfecto de las políticas e instituciones (véase el capítulo V).

Puede haber distintas opiniones sobre la definición de "buenas políticas e instituciones" y, aunque hubiera unanimidad a este respecto, seguiría siendo necesario reconocer que no todos los tipos de "malas políticas e instituciones" limitan siempre el desarrollo económico del mismo modo en todos los países (Rodrik, 2008). Por consiguiente, si bien puede ser razonable utilizar un criterio de medición de políticas (quizá más transparente) como *uno* de los criterios para definir los umbrales de deuda, es más difícil justificar un enfoque que *sólo* utilice ese criterio para definir los umbrales de deuda.

Un aspecto que se critica en ambos marcos es que no tienen suficientemente en cuenta la relación entre la sostenibilidad externa y la sostenibilidad fiscal. El marco para los países de renta baja se limita expresamente a la sostenibilidad externa, mientras que el marco para los países de renta media abarca, en principio, tanto la deuda externa como la deuda pública, aunque sigue estando centrado en la sostenibilidad externa. Otro defecto de ambos marcos es que la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pasa por alto el hecho de que puede acumularse deuda por razones muy distintas: la deuda acumulada para financiar el consumo será menos sostenible que si ese mismo volumen de deuda se utiliza para financiar proyectos de inversión muy rentables.

Los análisis de la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo se centran por lo general en la deuda externa, y los marcos de sostenibilidad elaborados por el FMI y el Banco Mundial siguen esta tradición. Esta atención especial que se presta a la deuda externa se debe a la importancia primordial del problema de la transferencia (Keynes, 1929) y a la percepción de que la mayor parte de la deuda externa de los países en desarrollo es pública y la mayor parte de su deuda pública es externa[14]. No obstante, las crisis de la deuda ocurridas en los años noventa y desde el inicio del nuevo milenio se han caracterizado por una enorme deuda externa privada o por un gran volumen de deuda pública interna. En el contexto actual, aproximadamente la mitad de la deuda a largo plazo de los países en desarrollo es emitida por prestatarios privados (véase el cuadro 6.2) y alrededor del 40% de su deuda pública es emitida localmente (Panizza, 2008a). La deuda pública interna no es un fenómeno nuevo en los países en desarrollo y ha quedado demostrado que la gran acumulación de ese tipo de deuda ha provocado varias crisis de la deuda externa (Reinhart and Rogoff, 2008a y b).

La sostenibilidad de la deuda externa se refiere a la capacidad de una economía en su conjunto de generar las divisas necesarias para atender el servicio de la deuda externa, con independencia de la capacidad de cada sector de la economía de generar los recursos necesarios para atender el servicio de su propia deuda. En cambio, la sostenibilidad de la deuda pública se refiere a las repercusiones presupuestarias de la evolución de la deuda pública total

en relación con los ingresos públicos actuales, con independencia de quienes sean los acreedores de esa deuda y de la moneda en que se exprese. Ambos conceptos son importantes, pero su confusión complica el análisis de la sostenibilidad de la deuda.

2. Sostenibilidad de la deuda externa

A menos que la deuda externa de un país se emita en su propia moneda, su reembolso en cifras netas (es decir, sin crear nuevas obligaciones con el extranjero) requiere un superávit por cuenta corriente. Habida cuenta de que más del 98% de la deuda externa de los países en desarrollo se expresa en divisas (Eichengreen, Hausmann and Panizza, 2005), la deuda debe reembolsarse siempre en función de bienes y servicios comercializados internacionalmente[15]. Dado que la capacidad para generar las divisas necesarias para atender el servicio de la deuda no está necesariamente relacionada con la capacidad del país para aumentar o ampliar su base impositiva, la relación entre deuda e INB o entre deuda e ingresos públicos no refleja muy bien la capacidad de un país para reembolsar su deuda externa. Incluso la relación entre deuda y exportaciones tiene sus limitaciones como indicador, ya que un gran sector exportador no basta para generar los recursos necesarios si el crecimiento de las importaciones es superior al de las exportaciones o si las exportaciones adicionales tienen un gran contenido de insumos importados.

> La sostenibilidad de la deuda no puede analizarse sin tener en cuenta la utilización de los fondos prestados.

Para evaluar si una deuda externa de una cuantía determinada es sostenible, es preciso entender cómo influyen los mecanismos que impulsan el comportamiento de la cuenta corriente en la situación de la deuda externa. La acumulación de obligaciones netas con el extranjero es siempre el resultado de déficits por cuenta corriente, mientras que el reembolso neto de la deuda externa requiere un superávit por cuenta corriente. Ese superávit puede generarse mediante un aumento de la competitividad internacional de los productores de los países deudores o mediante un diferencial de crecimiento negativo entre el país deudor y los países acreedores. Por lo tanto, se necesita una devaluación real para reembolsar la deuda si se quiere evitar una ralentización o incluso una recesión en el país deudor. Esa devaluación puede tener un efecto negativo inmediato de pérdida de confianza de los inversores extranjeros y provocar un fuerte aumento de la relación entre deuda y PIB, pero el reembolso de la deuda restaurará posteriormente la credibilidad del país en los mercados de capitales internacionales[16].

La sostenibilidad de la deuda no puede analizarse sin tener en cuenta la utilización de los fondos prestados: esos fondos podrían destinarse a fines productivos o improductivos, lo que afecta de manera diferente a la capacidad de reembolso de la deuda de un país[17]. Un endeudamiento externo que aumente el valor de los activos de un país es probablemente más sostenible que un endeudamiento externo para financiar el consumo o proyectos gravosos. Por consiguiente, la sostenibilidad de la deuda no puede evaluarse únicamente sobre la base de coeficientes macroeconómicos, sino que también debería tener en cuenta la relación entre los activos y pasivos[18].

Habida cuenta de que la deuda externa debe reembolsarse en divisas, debería destinarse a financiar proyectos que puedan aumentar los ingresos en divisas. Es evidente que el endeudamiento externo que se utiliza para financiar una expansión del consumo probablemente no sea sostenible. No obstante, hay condiciones en que incluso la deuda utilizada para financiar proyectos de inversión puede ser insostenible, por ejemplo si se utiliza para financiar un proyecto de inversión que tiene un rendimiento inferior al tipo de interés que se paga por la deuda, o si la deuda se utiliza para financiar un proyecto de inversión que tiene una alta rentabilidad privada o social pero que no tiene consecuencias directas ni indirectas sobre la capacidad de un país que aumentar sus ingresos en divisas. En este sentido, una gestión adecuada de la deuda concebida para equilibrar la estructura de la deuda con las corrientes de fondos del proyecto desempeña un papel decisivo para garantizar su sostenibilidad.

3. Sostenibilidad de la deuda pública

En las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda pública, el problema no gira en torno a la transferencia externa sino a la transferencia interna,

que está relacionada con la capacidad del gobierno para recaudar impuestos suficientes para atender el servicio de la deuda pública. Si tiene deuda externa pública, el gobierno tendrá un problema tanto de transferencia interna (recaudar impuestos) como de transferencia externa (convertir los impuestos recaudados en divisas).

Lamentablemente, la mayoría de los ensayos formales de sostenibilidad fiscal no pueden aplicarse a los países en desarrollo porque suelen requerir demasiados datos[19]. Además, la evaluación de la sostenibilidad fiscal (y externa) requiere proyecciones a largo plazo de la evolución del crecimiento del PIB, los presupuestos del Estado y los tipos de interés. Es prácticamente imposible formular esas proyecciones a largo plazo en los países en desarrollo, que se caracterizan por altos niveles de volatilidad y frecuentes fracturas estructurales (Wyplosz, 2007). En consecuencia, la sostenibilidad fiscal se evalúa a menudo mediante indicadores empíricos como la relación entre el saldo presupuestario primario[20] y la cuantía de la deuda pública. La relación entre deuda pública e INB disminuye o se mantiene estable si el déficit presupuestario primario es inferior o igual al volumen total de la deuda multiplicado por la diferencia entre el tipo de interés de la deuda pública y la tasa de crecimiento de la economía.

Aunque se trata de una ecuación simple e intuitiva, este enfoque plantea varios problemas. El primer problema es que permite analizar las condiciones para estabilizar una relación determinada entre deuda e INB, pero no indica si esa relación concreta es la óptima. El segundo problema es que los análisis que se basan en esta ecuación suponen implícitamente que cada uno de sus componentes es exógeno respecto de los demás. Esta suposición es muy poco realista, ya que es probable que los cambios en el superávit primario afecten al crecimiento de la demanda. Por ello, si un ajuste fiscal tiene un efecto negativo en el crecimiento del INB, puede que una política destinada a restablecer la sostenibilidad de la deuda tenga en definitiva como consecuencia un coeficiente de la deuda más elevado e incluso menos sostenible.

Los objetivos o límites del déficit presupuestario primario pueden ayudar a mantener o lograr la sostenibilidad de la deuda desde el punto de vista fiscal pero, para determinar esos objetivos, también sería conveniente tener en cuenta que el endeudamiento público para financiar inversiones probablemente tenga sobre el crecimiento a largo plazo efectos diferentes de los de la deuda contraída para financiar gastos corrientes. Los programas diseñados por las principales instituciones financieras internacionales para los distintos países suelen incluir objetivos fiscales y, dado que los gastos corrientes suelen ser más rígidos, la inversión es la típica variable de ajuste cuando el déficit sobrepasa el objetivo establecido. Esto hace que la inversión pública sea extremadamente volátil. Por consiguiente, sería razonable excluir el gasto en inversiones de los objetivos fiscales[21]. La razón de ser de esta propuesta es que la inclusión del gasto en inversiones en el objetivo fiscal equivale a suponer que cada aumento de la deuda reduce la riqueza del Estado y priva implícitamente de valor al gasto en inversiones. Esto sugiere que un indicador destinado a estabilizar la relación entre deuda y riqueza pública sería mejor que un indicador para estabilizar la relación entre deuda e INB[22].

El tercer problema es que a menudo los países en desarrollo tienen una base de ingresos volátil y una capacidad limitada para aumentar los impuestos. También son vulnerables a perturbaciones externas importantes que incrementan la volatilidad del crecimiento del INB y el servicio de la deuda. Así y todo, los estudios de sostenibilidad fiscal generalmente se centran en el análisis del déficit presupuestario, aunque ha quedado demostrado que el déficit presupuestario explica sólo una pequeña parte de la variación de la relación entre deuda e INB de los países en desarrollo (Campos, Jaimovich and Panizza, 2006). Más del 90% de esta variación se explica por otros factores, en particular por las crisis externas y los efectos de la valoración vinculados a la composición de la deuda. Esto refuerza el argumento en favor de prestar más atención al pasivo eventual y los efectos del balance relacionados con la estructura de la deuda.

> Sería razonable excluir el gasto en inversiones de los objetivos fiscales.

Este análisis muestra que no hay indicadores simples de sostenibilidad; toda declaración sobre la capacidad de un país para cumplir sus obligaciones futuras debe basarse en un análisis cuidadoso de una serie de variables, incluidas las expectativas del comportamiento futuro de los activos y pasivos del país. El hecho de que la mayoría de los cambios

bruscos de la relación entre deuda e INB dependen de la composición de la deuda parece indicar que la gestión eficaz de la deuda puede ser tan importante como la política fiscal. La importancia de la composición de la deuda es acorde con las conclusiones recientes de que los niveles de deuda pública no guardan una estrecha relación con la percepción del riesgo de impago indicado por las calificaciones crediticias soberanas (BID, 2006). También concuerda con la ausencia de una correlación sólida entre el nivel de deuda pública y la probabilidad de que se produzca realmente una crisis de la deuda (Manasse, Roubini y Schimmelpfennig, 2003).

La gestión eficaz de la deuda puede ser tan importante como una política fiscal prudente.

4. Interacciones entre la sostenibilidad externa y la sostenibilidad fiscal

La vinculación más evidente entre sostenibilidad externa y fiscal es que más del 50% de la deuda externa de los países en desarrollo es pública o tiene garantía pública y aproximadamente el 60% de la deuda pública de los países en desarrollo se emite en el exterior. Pero también hay vinculaciones menos evidentes. En un país con una gran deuda privada externa, la incapacidad de los prestatarios privados para atender el servicio de esa deuda puede provocar una crisis monetaria y bancaria que puede tener un efecto negativo en la sostenibilidad fiscal, como ha demostrado la experiencia durante la crisis financiera de Asia iniciada en 1997. También puede ocurrir lo contrario. Una gran deuda pública interna ha sido a menudo el origen de varias crisis de la deuda externa (Reinhart and Rogoff, 2008a): constituyen ejemplos la crisis mexicana de los años 1994 y 1995 y la crisis de Rusia de 1998, ambas originadas en el mercado de instrumentos en moneda nacional a corto plazo.

La mayoría de los países en desarrollo tienen una capacidad limitada para emitir deuda a largo plazo en moneda nacional.

La interacción más importante entre sostenibilidad fiscal y externa guarda relación con la evolución del tipo de cambio. Podría ser necesario aplicar una devaluación real para recuperar la sostenibilidad externa pero, cuando la deuda se expresa en divisas, una devaluación importante podría traducirse en un aumento brusco de la relación entre deuda e INB; una apreciación de la moneda puede provocar la situación contraria. Sin embargo, dado que la apreciación real tiende a deteriorar la situación de la balanza por cuenta corriente, cualquier mejora de las condiciones fiscales sólo sería temporal. Esto también significa que una depreciación del tipo de cambio real cuando hay una deuda en divisas puede dar lugar a una crisis de la deuda y, posiblemente, a una costosa situación de impago de la deuda. Esta situación no se da en los países que se endeudan en el extranjero en su propia moneda. En estos casos, una depreciación del tipo de cambio real tendrá efectos positivos inmediatos tanto sobre la sostenibilidad fiscal como sobre la sostenibilidad externa, lo que constituye un argumento a favor de pasar del endeudamiento externo al interno, si bien éste puede tener un tipo de interés *ex ante* más alto[23]. Hay quienes consideran que este cambio en la composición de la deuda protegerá a los países en desarrollo de futuras crisis de la deuda. Sin embargo, también es preciso reconocer que un cambio del endeudamiento externo al interno podría traer aparejada una nueva vulnerabilidad resultante de una asimetría de los vencimientos. Esto se debe a que la mayoría de los países en desarrollo tienen menos posibilidades de emitir deuda a largo plazo en moneda nacional. Por consiguiente, una de las dificultades de la gestión de la deuda es el hecho de tener que elegir la estructura de la deuda óptima evaluando cuidadosamente estos equilibrios.

Las interacciones entre sostenibilidad externa y fiscal señalan la necesidad de incluir la deuda interna en los análisis de sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, ello requeriría más información de la que se dispone actualmente sobre el valor y la composición de la deuda interna. Evidentemente, tipos diferentes de deuda producen vulnerabilidades diferentes y limitarse a sumarlos para calcular un único coeficiente de deuda oculta esas vulnerabilidades. Éstas podrían determinarse atribuyendo distinto peso a los diferentes tipos de deuda según su riesgo específico, para lo que sería necesario contar con información más detallada sobre la composición de la deuda total.

E. Cómo abordar el problema del impago de la deuda

El principal objetivo del análisis de la sostenibilidad de la deuda es ayudar a los responsables de las políticas a evitar situaciones en que no puedan cumplirse las obligaciones de la deuda. Sin embargo, no pueden descartarse esas situaciones, incluso cuando los países adoptan políticas adecuadas, entre otras cosas porque pueden obedecer a perturbaciones externas cuyo momento y magnitud son difíciles de predecir en un entorno financiero internacional inestable. Los países de renta baja tienden a endeudarse con acreedores oficiales (gobiernos o instituciones multilaterales) y, cuando no pueden reembolsar sus deudas, las renegocian con esos acreedores, por lo general por conducto del Club de París. La situación de los países de renta media que tienen acceso a los mercados internacionales de capitales suele ser distinta. En este caso hay muchos acreedores, con frecuencia anónimos, y un gran número de diferentes instrumentos de deuda, y no existe ningún marco institucional adecuado para las renegociaciones entre los deudores soberanos y los acreedores privados. Por consiguiente, el impago de la deuda soberana suele ser complicado y, a menudo, es igualmente costoso para deudores y acreedores[24].

> La mayoría de los países en desarrollo tienen una capacidad limitada para emitir deuda a largo plazo en moneda nacional.

Si un prestatario privado no reembolsa sus deudas, los acreedores tienen un derecho bien definido a reclamar los activos del prestatario y ese derecho amparado por la ley es una condición necesaria para la existencia de un mercado de deuda privada. En el caso de la deuda soberana, en cambio, los derechos de los acreedores no están bien definidos o no se pueden ejercer. En teoría, un deudor soberano sólo reembolsará sus deudas cuando el costo del impago sea superior al costo del reembolso. En este sentido, es necesario que los impagos sean costosos para que exista un mercado de deuda soberana.

No obstante, los responsables de las políticas podrían creer que los impagos son más costosos de lo que realmente son y, en lugar de dejar de pagar demasiado y demasiado pronto, dejan de pagar demasiado poco y demasiado tarde[25]. En un estudio reciente sobre el costo del impago (Borensztein y Panizza, 2008) se encontraron pocas pruebas de que los países que incurren en el impago de sus obligaciones de deuda externa pagan un elevado costo en términos de reputación que reduciría su acceso a crédito o lo encarecería. En lo que respecta al costo del impago en cuanto a pérdida del crecimiento de la producción, se ha constatado que un episodio de impago explica una disminución del crecimiento de entre 0,5 y 2 puntos porcentuales (Sturzenegger, 2004), pero la relación causal no está clara. Se ha intentando establecer esa relación utilizando datos más frecuentes, o la conclusión a la que se llega es que la crisis económica antecede al impago, y no al contrario. En particular, Levy Yeyati y Panizza (2005) han demostrado que un episodio de impago indica a menudo el final de una crisis económica y el inicio de una recuperación. Esta conclusión concuerda con la hipótesis del aplazamiento de los impagos.

Hay dos posibles razones que explican por qué se aplaza la decisión de incumplir los pagos. La primera se refiere al hecho de que los episodios de impago suelen estar asociados a crisis políticas o, cuanto menos, a la destitución del ministro de economía

del país que incurre en impago (véanse datos en Borensztein and Panizza, 2008)[26]. En consecuencia, los políticos preocupados por su propio interés pueden optar por salvar su propia imagen aplazando el impago, con el consiguiente empeoramiento de la crisis económica[27].

La segunda razón se refiere a la idea de que los impagos estratégicos son sumamente costosos para la reputación (por lo que casi nunca se producen en la práctica) pero los impagos "inevitables" sólo tienen un costo limitado (Grossman and Van Huyck, 1988). De ser así, los responsables de las políticas pueden decidir aplazar un impago para indicar que éste es inevitable, y no estratégico. Según esta opinión, un político bienintencionado opta por el menor de los males y está dispuesto a pagar el costo del aplazamiento del impago para evitar al país un castigo mucho más severo. En este caso, se ganaría mucho aplicando un mecanismo imparcial para la resolución de la deuda soberana.

Un episodio de impago indica a menudo el final de una crisis económica y el inicio de una recuperación.

No sólo los impagos pueden producirse demasiado tarde, sino que también, con arreglo al sistema actual, el costo puede aumentar porque el proceso de reestructuración de la deuda suele ser prolongado. En este contexto, preocupa el denominado "problema del rechazo" (Sturzenegger and Zettelmeyer, 2007) causado por los acreedores que se niegan a participar en el proceso de reestructuración de la deuda con la esperanza de obtener mejores condiciones más adelante. En la mayoría de los casos, no son los acreedores iniciales los que se niegan, sino los inversores -llamados a menudo fondos "buitre"- que compran la deuda impagada con la intención expresa de litigar. Si un acreedor que se niega a participar en el proceso de reestructuración puede obtener un trato mejor que los acreedores que participan en él, todos los acreedores tendrán interés en rechazarlo. Esto hará que el proceso de reestructuración se estanque, prolongará la situación de impago y dejará al deudor sin acceso a nueva financiación y a los acreedores sin pagos. A diferencia de la deuda pública, la deuda contraída con acreedores privados no presenta este tipo de problemas porque la legislación en materia de quiebra garantiza igualdad de trato a todos los acreedores que pertenecen a una misma categoría.

El número de emisores de mercados emergentes que utilizan CAC ha ido en constante aumento.

Aunque el mejor momento para analizar racionalmente las cuestiones relativas a la resolución de crisis es durante los períodos de tranquilidad, el debate sobre este tema suele ser cíclico y sólo se reaviva cuando la crisis ya ha estallado. Por ejemplo, fue en el marco de las crisis registradas en los años anteriores a la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo celebrada en 2002 que el Consenso de Monterrey destacó "la importancia de establecer un conjunto de principios claros para la gestión y solución de crisis financieras que prevea una distribución equitativa de la carga entre el sector público y el privado y entre deudores, acreedores e inversores." (Naciones Unidas, 2002: párr. 51).

Ya se habían formulado propuestas específicas para el establecimiento de algún tipo de procedimiento internacional de renegociación de la deuda en el *TDR* de 1998 (primera parte, capítulo IV.B) y el *TDR* de 2001 (segunda parte, capítulo VI.B). De hecho la cuestión ya se había planteado en 1986 en el contexto de la crisis de la deuda de los años ochenta. En esa época, por falta de un marco claro e imparcial para resolver los problemas de la deuda internacional muchos países en desarrollo quedaron atrapados en una situación en que sufrieron el estigma de ser considerados en quiebra *de facto* sin un grado de protección y ayuda comparable al que se otorgaba en caso de ser declarados insolventes *de jure* (*TDR* de 1986: anexo al capítulo IV). La UNCTAD fue la primera organización internacional en pedir que se establecieran procedimientos ordenados de renegociación de la deuda internacional de los países en desarrollo, sobre la base de determinados principios de las leyes internacionales de quiebra, en particular en los capítulos 9 y 11 de la Ley de quiebra de los Estados Unidos[28]. Estas propuestas reconocían que los principios del mantenimiento de cuentas de capital abiertas, la convertibilidad y la garantía del reembolso a los acreedores no siempre podían estabilizar los mercados y evitar crisis costosas.

El debate sobre la necesidad de establecer ese mecanismo se reavivó cuando el FMI presentó una propuesta sobre un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS) (Krueger, 2001), que se examinó oficialmente en una reunión celebrada en 2003 por el Comité Monetario y Financiero Internacional. Sin embargo, preocupaba a muchos países que la introducción de un mecanismo legislativo de reestructuración de la deuda dificultara su acceso a los mercados internacionales de capitales[29]. Preocupaba también que la propuesta pudiera aumentar considerablemente el papel del FMI, ya que tendría la prerrogativa de decidir sobre la sostenibilidad de la deuda externa de un país. Como consecuencia de éstas y otras preocupaciones, la propuesta del MRDS no logró recabar el apoyo necesario[30].

En cambio, varias economías emergentes manifestaron su preferencia por un enfoque voluntario de la reestructuración de la deuda, en especial por la incorporación de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los nuevos bonos emitidos[31]. No obstante, aunque preferían esta alternativa, algunos emisores expresaron inicialmente su preocupación por el hecho de que la inclusión de CAC pudiera indicar una limitación de la capacidad o voluntad de reembolsar la deuda y que los inversores exigieran un mayor diferencial para esos bonos. La experiencia con varias emisiones de bonos por economías emergentes en 2002 y 2003 alivió esas preocupaciones y el número de emisores de mercados emergentes que utilizan CAC ha ido en constante aumento. A fines de 2007, alrededor de dos tercios del volumen de los bonos en circulación de los mercados emergentes incluían CAC y se espera que esa proporción aumente hasta un 80% para 2010[32].

A falta de un mecanismo reglamentario integral que siga el modelo de las leyes nacionales de quiebra de los países desarrollados, la inclusión de CAC en los contratos de bonos puede contribuir positivamente a la reestructuración ordenada de la deuda a largo plazo. Sin embargo, sería más eficaz si se complementase con un marco más general y formal convenido internacionalmente, que permitiera una moratoria unilateral, aprobada por un órgano internacional, del reembolso de la deuda sin interrumpir los préstamos para los atrasos (*TDR 2001,* cap. III, sec. D, y cap. IV). Además, las características de una estructura reglamentaria deberían inspirar suficiente confianza a los acreedores de que el sistema no incentiva el impago.

F. Conclusiones: recomendaciones en materia de políticas

Desde mediados de los años noventa se ha otorgado una cantidad sin precedentes de alivio oficial de la deuda a los países en desarrollo, con el propósito no sólo de ayudar a los países más pobres a aumentar sus ingresos per cápita y reducir su pobreza, sino también de ayudar a algunos países de renta media y países que salen de conflictos políticos a alcanzar situaciones sostenibles de la deuda para situarlos en mejores condiciones de aplicar sus estrategias de desarrollo. Sin embargo, la gran cantidad de alivio de la deuda otorgado en los últimos años parece haber excluido en parte las corrientes de asistencia no vinculadas con el alivio de la deuda. Las evaluaciones de las iniciativas de alivio de la deuda deberían por lo tanto incluir un cálculo explícito del alivio de la deuda que tenga carácter adicional.

Es esencial que el alivio de la deuda sea plenamente adicional, como se pide en el Consenso de Monterrey, para aumentar la capacidad de los países de renta baja de lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio y mantener al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda. También debería permitirles realizar las inversiones necesarias en infraestructura económica y en los sectores productivos para crear empleo y aumentar la productividad. Sólo así podrán

alcanzar el nivel de renta per cápita que les permita lograr una reducción sostenible de la pobreza y mejoras duraderas en los demás indicadores contenidos en los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Los donantes deberían reconocer también que en el pasado las iniciativas de alivio de la deuda han desatendido las importantes necesidades de desarrollo de otros países de renta baja con niveles bajos de deuda, a menudo como resultado de estrategias más prudentes de financiación exterior. Para no discriminar a esos países, convendría que todos los países pobres se beneficiasen de la IADM, por lo que la participación en la Iniciativa no debería supeditarse al hecho de que los países estuvieran muy endeudados. Además, también podría ser necesario considerar la posibilidad de aliviar la deuda de los países en desarrollo que no reúnen las condiciones para acogerse a la Iniciativa para los PPME o la IADM.

> Es esencial que el alivio de la deuda sea plenamente adicional para aumentar la capacidad de los países de renta baja de lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Los datos empíricos recientes sobre la relación entre endeudamiento externo neto y crecimiento indican que la acumulación de deuda externa no siempre es inevitable para todos los países en desarrollo. Por diversos motivos, en particular la subida de los precios de exportación de los productos primarios y la adopción de políticas macroeconómicas destinadas a impedir la sobrevaloración de los tipos de cambio, en los últimos años las importaciones netas de capital de la mayoría de los países en desarrollo se han ralentizado o incluso se ha invertido la tendencia a recibir esas importaciones. Esto ha hecho que su deuda externa aumente más lentamente que su INB o sus exportaciones. Varios países en desarrollo incluso han reducido el volumen de su deuda o han pasado a ser acreedores netos del resto del mundo. No obstante, muchos países siguen dependiendo de recursos externos, ya sea debido a déficit estructurales por cuenta corriente o a frágiles mecanismos de financiación interna. Los efectos de la financiación externa en la economía, incluida la sostenibilidad de la carga de la deuda externa, pueden variar considerablemente en función del destino que se dé a esa financiación.

> La acumulación de deuda externa no siempre es inevitable para todos los países en desarrollo.

El reto fundamental de la hora actual es estabilizar los indicadores mejorados y seguir mejorándolos, velando al mismo tiempo por que el capital exterior se utilice con los fines más productivos en cuanto a crecimiento, cambio estructural y desarrollo social.

En un estudio sobre 500 años de crisis de la deuda, Reinhart y Rogoff (2008a) han demostrado que los períodos de auge de las corrientes de capital casi siempre van seguidos de frecuentes casos de impagos. Esto indica que el primer paso para lograr la sostenibilidad de la deuda es tomar empréstitos con buen fin y no endeudarse demasiado durante los "buenos tiempos". Tomar empréstitos con buen fin significa que la deuda debe usarse sólo para financiar proyectos que den rendimientos superiores a los intereses del préstamo. Asimismo, la contratación de préstamos en moneda extranjera debería limitarse a los proyectos que puedan generar, directa o indirectamente, las divisas necesarias para el servicio de la deuda[33]. En muchos casos, especialmente cuando los proyectos no dependen de importaciones, los países en desarrollo deberían intentar financiarlos con recursos internos. Por lo tanto, las estrategias en materia de deuda están estrechamente relacionadas con los renovados esfuerzos por fortalecer los sistemas financieros nacionales, como se examina en el capítulo IV, y con las políticas macroeconómicas y cambiarias que procuren evitar los déficit innecesarios por cuenta corriente.

Los países de renta media pueden reducir la probabilidad de que se produzca una crisis de la deuda utilizando condiciones externas favorables para recortar sus déficit fiscales, reforzar su sistema financiero interno y evitar una sobrevaloración del tipo de cambio con miras a reducir la necesidad de contraer préstamos en el extranjero. Un importante problema de los países de renta media con acceso a los mercados financieros internacionales es su vulnerabilidad ante los efectos de la gran inestabilidad de esos mercados. Las conmociones que pueden provocar una crisis de liquidez en el mundo en desarrollo

a menudo dependen de factores externos que pueden originarse en decisiones de los países desarrollados. Por ello, los países en desarrollo deben manifestar un interés especial por la reforma del sistema monetario y financiero internacional con objeto de minimizar las corrientes financieras especulativas que desestabilizan. También deben impulsar el fortalecimiento de las instituciones y los mecanismos para apoyar la coordinación de las políticas macroeconómicas.

> El primer paso para lograr la sostenibilidad de la deuda es tomar empréstitos con buen fin y no endeudarse demasiado durante los "buenos tiempos".

Aplicar políticas nacionales para reducir el riesgo de una crisis de la deuda es aún más difícil para los países de renta baja. Estos países, cuyo sector financiero es muy reducido, a menudo dependen de recursos externos para financiar no sólo proyectos en los sectores productivos de sus economías y grandes proyectos de infraestructura, sino también el desarrollo de los sectores de la salud y la educación. Aunque a largo plazo esos sectores sociales dan importantes rendimientos, a corto y mediano plazo pueden no generar los flujos de efectivo necesarios para el servicio de la deuda y, por lo tanto, los préstamos contraídos con fuentes externas para financiar estos sectores podrían provocar una situación insostenible de la deuda. De ahí que, como los países de renta baja no pueden sostener elevados niveles de deuda, debería aumentar considerablemente la parte del apoyo financiero externo que reciben en forma de donaciones.

Para mejorar la gestión de la deuda pública y externa es esencial contar con un mecanismo eficaz de recopilación y presentación de datos sobre el valor y la composición de la deuda soberana, tanto externa como interna[34]. Este es un problema especialmente complicado para los países con una estructura federal y un gran número de empresas estatales. Los países que emiten instrumentos de deuda en los mercados internacionales de capitales y tienen un sistema financiero interno que funciona bien deberían adoptar una estrategia de deuda que tenga un enfoque integral de gestión del activo y el pasivo, y que tenga en cuenta las diferencias entre los costos y los riesgos de los distintos instrumentos de deuda que emiten. En particular, deberían evaluarse cuidadosamente los costos y los beneficios de emitir instrumentos de deuda eventual o semejantes a instrumentos de capital. Habida cuenta de que una proporción importante y cada vez mayor del endeudamiento de los países con mercados emergentes proviene del sector privado, estos países deben también supervisar cuidadosamente las actividades de los agentes privados para velar por que el endeudamiento privado no genere vulnerabilidades excesivas en los balances de los bancos y las empresas del país.

El apoyo internacional a las iniciativas destinadas a mejorar la sostenibilidad de la deuda en los países de renta baja debería empezar por reconocer que esos países tienen enormes necesidades de inversión en infraestructura social y física pero una capacidad limitada para sostener la deuda externa necesaria para financiar esas inversiones. Con arreglo al marco de sostenibilidad de la deuda del Banco Mundial y el FMI, esos países tendrían que renunciar a inversiones que generan importantes beneficios sociales para mantener la sostenibilidad de la deuda externa. Estos casos probablemente requieran la cancelación completa de la deuda y un importante aumento de la ayuda.

Con instrumentos de deuda innovadores que redujeran la vulnerabilidad de los países en desarrollo a las conmociones o las situaciones desfavorables de la coyuntura económica y financiera internacional podría ayudarse a mantener un nivel de deuda sostenible. La creación y difusión de esos títulos podría facilitarse con el apoyo de la comunidad internacional debido al tamaño necesario del mercado, las externalidades y la necesidad de elaborar criterios uniformes. Por ejemplo, dado que pocos países en desarrollo pueden emitir deuda externa en su propia moneda, las instituciones financieras internacionales podrían ayudar a crear mercados para instrumentos en moneda local emitiendo sus propios bonos en la moneda de sus países prestatarios[35].

> Debido a su vulnerabilidad a las conmociones externas, los países en desarrollo deben manifestar un interés especial por la reforma del sistema financiero internacional.

La emisión de instrumentos de deuda eventual, en particular de bonos indexados según el INB que permiten reducir el importe del servicio de la deuda cuando hay poca capacidad de pago[36], también podría recibir el apoyo de la comunidad internacional mediante la provisión de asistencia técnica y la mejora de la calidad y fiabilidad de las estadísticas necesarias para fijar el precio de esos nuevos instrumentos. Las instituciones financieras internacionales podrían incluso considerar la posibilidad de emitir ellas mismas esos instrumentos de deuda eventual. Para aceptar instrumentos de deuda con una rentabilidad más variable, es probable que los inversores internacionales pidan una prima, que puede considerarse un seguro contra las perturbaciones financieras externas. En el caso de los bonos indexados según el INB, se ha calculado que la prima necesaria asciende a aproximadamente 100 puntos básicos (Borensztein y otros, 2004). Las instituciones financieras internacionales podrían promover este tipo de seguro creando una masa crítica de esos instrumentos y mostrando sus beneficios.

Por último, debe reconocerse que, aunque se mejore la gestión de la deuda y se usen instrumentos de deuda mejores y más seguros, las crisis serán inevitables. Por lo tanto, la comunidad internacional no debería abandonar la idea de crear un mecanismo para la rápida resolución de las crisis de la deuda y la distribución justa de la carga entre acreedores y deudores[37]. Con este fin, convendría que deudores y acreedores establecieran un órgano internacional independiente para evaluar la situación de todos los países que hacen frente a problemas de deuda externa y decidir el alcance y la forma de alivio de la deuda que necesitarían (*TDR 2001*). ■

Notas

1 Véase *Estadísticas de la deuda externa: Guía para compiladores y usuarios*, publicado conjuntamente por el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el Club de París, Eurostat, el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y la UNCTAD. No obstante, cabe señalar que no es posible aplicar esta definición de manera estricta, ya que la mayor parte de los acreedores privados de la deuda externa son inversores que son, en principio, anónimos. Por consiguiente, la mayoría de los países presentan cifras de deuda externa e interna basadas en información sobre el lugar de emisión y la jurisdicción por la que se rige el contrato de deuda. Esto resulta problemático porque hay datos que parecen indicar que hay cada vez más inversores internacionales en los mercados financieros nacionales de los países en desarrollo y que los inversores nacionales a menudo tienen bonos emitidos en mercados internacionales. Una definición alternativa se centraría en la moneda en que se emitiera la deuda y definiría la deuda externa como la deuda en moneda extranjera. Sin embargo, esta definición no parece adecuada, ya que varios países emiten deuda en moneda extranjera en sus mercados nacionales y han empezado recientemente a emitir deuda en moneda nacional en los mercados internacionales. Además, hay escasa información sobre la composición monetaria de la deuda emitida en el mercado nacional.

2 Las cinco economías más importantes representaban el 50% del INB total del mundo en desarrollo en 2000. China representaba el 60% del INB total de la región de Asia oriental y el Pacífico. El Brasil y México el 60% del INB total de la región de América Latina y el Caribe y la Federación de Rusia el 30% del INB total de la región de Europa oriental y Asia central.

3 Los instrumentos emitidos localmente que están en manos de inversores extranjeros deberían clasificarse como deuda externa y no interna, pero esto no suele hacerse (véase la nota 1).

4 Suele darse por sentado que los prestatarios privados y públicos de los países emergentes ahora pueden vender deuda en moneda nacional a inversores extranjeros porque esos inversores esperan que la moneda nacional se aprecie frente al dólar. Sin embargo, esta opinión sólo se justifica si los prestamistas esperan una apreciación mayor que los prestatarios, y no está claro por qué tendría que ser así. Caballero y Cowan (2008) sugieren que el

endeudamiento en moneda nacional está ahora en boga porque la apreciación prevista permite a los encargados prudentes de la formulación de políticas ocultar la prima de seguro implícita en esta forma de endeudamiento.

5 Los datos sobre la cuantía del alivio de la deuda también varían en función de si se hace referencia a datos facilitados por los deudores, como los de la base de datos *Global Development Finance* (GDF) del Banco Mundial, o a datos facilitados por los acreedores recogidos en la base de datos del Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la OCDE. La principal ventaja de la base de datos GDF es que muestra el alivio de la deuda otorgado por todos los acreedores oficiales, incluidos los que no son miembros del CAD. El principal problema de esta fuente tiene que ver con el hecho de que no todos los países en desarrollo cuentan con una fuerte capacidad de registro de la deuda y, por lo tanto, los datos de la GDF tienen errores de medición sustanciales. Los datos facilitados por los acreedores que figuran en la base de datos del CAD tienden a ser "más limpios" que los de la GDF, pero abarcan pocos países que no son miembros del CAD. En consecuencia, las cifras del CAD tienden a ser más bajas que las de la GDF, y los datos de esta última tienden a mostrar una mayor volatilidad que los del CAD.

6 Véase un examen del Club de París y sus procedimientos en Rieffel, 2003.

7 Los datos sobre el alivio de la deuda proceden del CAD (OCDE-IDS) y los datos relativos a la relación entre deuda e INB se han obtenido de la base de datos GDF.

8 Depetris Chauvin y Kraay (2005) analizaron la relación entre el alivio de la deuda, el crecimiento y la composición del gasto público. Constataron la existencia de una correlación positiva, aunque no significativa desde el punto de vista estadístico, entre el alivio de la deuda y el crecimiento del PIB, y de una correlación positiva y significativa desde el punto de vista estadístico, aunque no muy sólida, entre el alivio de la deuda y el gasto público en salud y educación.

9 Los criterios de admisibilidad y las modalidades de suministro del alivio de la deuda con arreglo a la IADM varían según la institución multilateral de que se trate. Cada institución decide por separado la aplicación del alivio de la deuda y los países beneficiarios. Aunque la mayoría de los PPME están incluidos gracias a la participación del Banco Africano de Desarrollo (BAfD) y el BID, el Afganistán, Kirguistán y Nepal no lo están porque el Banco Asiático de Desarrollo (BAsD) no participa en la IADM.

10 Los marcos activarían una alerta sumamente temprana, ya que algunos análisis de la sostenibilidad de la deuda se basan en proyecciones a 20 años.

11 Otra diferencia, de menor importancia, guarda relación con los ejercicios de pruebas. Estas pruebas son más importantes en el marco correspondiente a los países de renta media por al menos dos motivos. El primero es la disponibilidad de datos, ya que algunos países de renta baja carecen de datos suficientes. El segundo es el hecho de que los países de renta media tienen una estructura más compleja de la deuda y son más susceptibles a los grandes cambios bruscos de sus costos de financiación.

12 Un país es de riesgo bajo si todos los indicadores de deuda están por debajo del umbral de carga de la deuda y se mantendrían por debajo de ese umbral aun si se ve afectado por una crisis relativamente importante. Un país es de riesgo moderado si sus indicadores están por debajo del umbral de carga de la deuda pero esta situación no se mantendría en caso de una crisis externa. Un país es de riesgo alto si las proyecciones de base indican que se superará el umbral. Un país tiene una crisis de la deuda si los coeficientes de deuda superan los umbrales (pueden encontrarse más detalles en Banco Mundial, 2006b).

13 Aunque no reciben donaciones, los países de riesgo bajo se benefician de las condiciones favorables características de todos los préstamos de la AIF.

14 A veces se sostiene que la deuda privada externa no plantea ningún problema de transferencia y que el único problema proviene de la deuda pública externa. Esta opinión suele denominarse "doctrina Lawson" por un discurso pronunciado en 1988 por el entonces Ministro de Finanzas británico, Nigel Lawson, quien, al comentar el déficit por cuenta corriente del Reino Unido, afirmó que la situación de su país era sólida porque ese déficit se debía al endeudamiento del sector privado, y no del sector público. La crisis asiática, que se produjo en un contexto de escaso endeudamiento público y déficit y fue provocada por el endeudamiento privado, desacreditó la doctrina Lawson. De hecho, incluso el Reino Unido entró en una profunda recesión poco después de que el Sr. Lawson pronunciara su famoso discurso.

15 En teoría, esto también es cierto en el caso de la deuda externa expresada en la propia moneda de un país, pero los países que pueden emitir esa moneda tienen la posibilidad de reducir su deuda imprimiendo dinero.

16 Como contrapartida al cambio de signo de la balanza por cuenta corriente del país deudor, que se convierte en superavitaria, los acreedores deben aceptar un deterioro de la situación de su balanza por cuenta corriente, y los análisis de la sostenibilidad de la deuda también deben tener en cuenta la posibilidad de que los acreedores no estén dispuestos a aceptar ese deterioro.

17 En los Estados Unidos, el informe económico del Presidente correspondiente a 2004 destacó este aspecto al afirmar lo siguiente: "La conveniencia de los flujos netos positivos de capital y de un déficit por cuenta corriente depende de la utilización de las entradas de capital. El endeudamiento de los hogares -cuando el gasto o inversión de los hogares es

superior a su ahorro- ofrece una analogía útil. La deuda de los hogares puede consistir en un crédito para financiar unas vacaciones de lujo, una hipoteca para adquirir una vivienda o un préstamo para financiar estudios. No puede juzgarse la procedencia del endeudamiento sin conocerse su fin. De manera análoga, el endeudamiento con en el extranjero puede ser productivo o improductivo para los países" (Estados Unidos, 2004: 256).

18 Aunque el valor de los activos para los que no existe un mercado secundario sólo puede calcularse partiendo de distintos supuestos, en algunos países se publican las cifras relativas tanto a la deuda pública como a los activos públicos. Un ejemplo es Nueva Zelandia, donde se comunican las cifras correspondientes a todos los activos estatales financieros y tangibles, incluidas las carreteras, los puentes y las escuelas. Es probable que este enfoque plantee problemas para evaluar la sostenibilidad de la deuda externa de los países en desarrollo, porque los activos como bibliotecas públicas, hospitales y escuelas tienen una liquidez limitada y es difícil que generen las divisas necesarias para reembolsar la deuda externa.

19 Algunos ensayos realizados por los Estados Unidos utilizan datos correspondientes a más de 100 años (Hamilton y Flavin, 1986). Véase un estudio más reciente en Izquierdo y Panizza (2006).

20 El saldo presupuestario primario es el saldo presupuestario una vez deducidos los pagos de intereses de la deuda pública.

21 Los gobernadores de 11 miembros prestatarios del BID reconocieron la existencia de este problema y, en 2004, firmaron una carta abierta, que pasó a conocerse como Carta de Lima, en la que pidieron la exclusión del gasto en inversiones de los objetivos fiscales (véase http://www.iadb.org/exr/am/2004/carta_lima.pdf).

22 Buiter (1985) propone ese indicador de sostenibilidad, definido del siguiente modo:

$$SOS = sp - (c - t)\frac{P}{PIB},$$

donde P es el patrimonio neto del sector público, sp es el superávit primario, t es el tipo de interés real y c es la tasa de crecimiento de la economía.

23 Aparte de bonos en moneda local, los países en desarrollo también podrían emitir otros tipos de instrumentos financieros que incluyan un componente de seguro. Esos instrumentos incluyen instrumentos con pagos indexados según los precios de productos básicos, la relación de intercambio o la tasa de crecimiento del INB. Alternativamente, los países podían obtener una cobertura eventual mediante contratos de derivados. No obstante, muchos mercados de futuros y opciones carecen de profundidad y de liquidez y, por lo tanto, dejan poco margen para ofrecer seguros (BID, 2006). Algunos países están empezando a emitir bonos para catástrofes. Véase un análisis de los beneficios de los seguros contra catástrofes para los países en Borensztein, Cavallo y Valenzuela, 2007.

24 El impago de la deuda soberana se define por lo general como la situación en la que un deudor soberano no reembolsa completamente sus obligaciones de deuda y reprograma esas obligaciones en condiciones menos favorables (respecto del contrato inicial de deuda) para los acreedores (véase un estudio de los aspectos jurídicos y económicos de la deuda soberana y su impago en Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer, 2008).

25 Un memorándum elaborado conjuntamente por los bancos centrales del Reino Unido y el Canadá afirma lo siguiente: "Históricamente, el problema no ha sido que los países se hayan mostrado demasiado ansiosos por incumplir sus obligaciones financieras, sino que se hayan mostrado a menudo demasiado reacios a ello" (Blustein, 2005: 102).

26 En algunos casos se da la situación contraria y el público aplaude la decisión de no pagar. Pero esto suele ocurrir cuando esa decisión la adopta un nuevo gobierno.

27 Una política que retrase un impago necesario podría ser costosa porque puede dar lugar a políticas fiscales y monetarias restrictivas y, al prolongar el clima de incertidumbre, puede tener efectos negativos sobre las decisiones en materia de inversión.

28 Al igual que el *TDR 2001*, Pettifor (2002) y Raffer (1990) han propuesto adaptar al mercado de la deuda internacional algunas normas del capítulo 9 del Código de Quiebra de los Estados Unidos, que abarca las quiebras municipales. De conformidad con su propuesta, los procedimientos adaptados del capítulo 9 serían supervisados por entidades neutrales especiales establecidas por los acreedores y el deudor, con arreglo a la práctica tradicional en el derecho internacional.

29 Véase un análisis más detallado de la propuesta del MRDS en Akyüz, 2003: 6-7.

30 Para poner en funcionamiento el MRDS habría sido necesario modificar el Convenio Constitutivo del FMI, lo que habría requerido el apoyo de tres quintas partes de los miembros del Fondo y el 85% del total de los votos. La modificación del Convenio Constitutivo es imposible *de facto* sin el apoyo de los Estados Unidos, que poseen el 17,1% de los votos.

31 La cláusula de acción colectiva permite que una mayoría cualificada de los titulares de los bonos (por lo general entre el 75% y el 90%) acuerden una reestructuración de la deuda jurídicamente vinculante para todos los titulares de los bonos, incluidos los que voten en contra de la reestructuración. Los bonos emitidos en el marco de las legislaciones británica y japonesa suelen incluir CAC. En cambio, hasta 2003 los bonos emitidos con arreglo a la legislación de Nueva York no incluían CAC, lo que dificultaba su reestructuración al requerir la aceptación de las condiciones de la reestructuración por todos los titulares.

32 Discurso programático de J. C. Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, en el 25º aniversario de la reunión anual de los miembros del Instituto de Finanzas Internacionales, Washington D.C., 20 de octubre de 2007, y FMI (2002b).

33 Dado que el dinero es fungible, esto no debe interpretarse literalmente. Sin embargo, cuando un país contrata préstamos en el extranjero, debe asegurarse de que la economía puede generar los recursos externos necesarios para atender el servicio de la deuda.

34 Los problemas relativos a la escasez de datos podrían solucionarse si existiera la voluntad política para ello. De hecho, la falta de datos sobre la deuda interna es un fenómeno bastante reciente. Reinhart y Rogoff (2008b) informan de que la Sociedad de las Naciones solía recopilar datos sobre el valor y la composición de la deuda pública interna de las economías tanto desarrolladas como en desarrollo y las Naciones Unidas siguieron recopilando y publicando esos datos hasta principios de los años ochenta. No se sabe con certeza por qué han dejado de hacerlo.

35 Eichengreen y Hausmann (2005) han propuesto que los bancos multilaterales de desarrollo emitan bonos indexados que combinen el riesgo cambiario de un grupo diversificado de economías emergentes.

36 Véase un análisis de los bonos indexados según el INB en Borensztein y Mauro (2004) y Griffith-Jones y Sharma (2006).

37 La comunidad internacional también debería comenzar a considerar seriamente la cuestión de la deuda odiosa y la deuda ilegítima. Se trata de conceptos controvertidos sobre los que hay diversidad de opiniones. Algunos aducen que el carácter odioso debería definirse *ex post* (EURODAD, 2007), mientras que otros argumentan que una declaración del carácter odioso *ex post* puede generar algunos problemas que podrían solucionarse con una declaración *ex ante* (Jayachandran y Kremer, 2006). Y otros alegan que, dados los conocimientos actuales, una política explícita sobre la deuda odiosa, *ex post* o *ex ante*, puede ser más perjudicial que beneficiosa (Rajan, 2004).

Bibliografía

Akyüz Y (2003). New sovereign debt restructuring mechanisms: Challenges and opportunities, *WIDER Angle, 1*.

Arslanalp S and Henry PB (2004). Helping the poor to help themselves: Debt relief or aid. In: Jochnick C and Preston F, eds. *Sovereign Debt at the Crossroads*: Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis. Oxford, Oxford University Press.

Arslanalp S and Henry PB (2006). Debt relief. *Journal of Economic Perspectives*, 20(1): 207–220.

Birdsall N, Claessens S and Diwan I (2001). Will HIPC matter? The debt game and donor behavior in Africa (mimeo). Washington, DC, Carnegie Endowment for International Peace.

Birdsall N and Deese B (2004). Beyond HIPC: Secure sustainable debt relief for poor countries. Working Paper No. 46, Center for Global Development, Washington, DC.

Blustein P (2005). *And the Money Kept Rolling In (and Out): The World Bank, Wall Street, the IMF and the Bankrupting of Argentina*. New York, Public Affairs.

Borensztein E, Cavallo E and Valenzuela P (2007). Debt sustainability under catastrophic risk: the case of government budget insurance. IDB Research Department Working Paper 607. Washington, DC, Inter-American Development Bank.

Borensztein E and Mauro P (2004). The Case for GDP-indexed bonds. *Economic Policy*, 38: 165–216.

Borensztein E and Panizza U (2008). The costs of default (unpublished). Washington, DC, International Monetary Fund.

Borensztein E et al. (2004). Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention. IMF Occasional Paper No. 237. Washington, DC, International Monetary Fund.

Buiter W (1985). Guide to public sector debt and deficits. *Economic Policy: A European Forum*, 1: 949–963.

Caballero RJ and Cowan K (2008). Financial integration without the volatility. MIT Department of Economics Working Paper No. 08-04. Cambridge, MA, Massachusetts Institute of Technology.

Campos C, Jaimovich D and Panizza U (2006). The unexplained part of public debt. *Emerging Markets Review*, 7(3): 228–243.

Cowan K et al. (2006). Sovereign debt in the Americas: new data and stylized facts. IDB Research Department Working Paper 57. Washington, DC, Inter-American Development Bank.

Depetris Chauvin N and Kraay A (2005). What has 100 billion dollar worth of debt relief done for low-income countries? (Mimeo). Washington, DC, Inter-American Development Bank.

Easterly W (2002). How did heavily indebted poor countries become heavily indebted? Reviewing two decades of debt relief. *World Development*, 30(10): 1677–1696.

Eichengreen B and Hausmann R (2005). The road to redemption. In: Eichengreen B and Hausmann R, eds. *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*. Chicago, University of Chicago Press: 267–288.

Eichengreen B, Hausmann R and Panizza U (2005). The pain of original sin. In: Eichengreen B and Hausmann R, eds. *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies.* Chicago, University of Chicago Press: *13–47*.

EURODAD (2007). Skeletons in the cupboard: Illegitimate debt claims of the G7; at: http://www.eurodad.org/uploadedFiles/Whats_New/Reports/Eurodad%20SkeletonsCupboardG7Report.pdf.

Griffith-Jones S and Sharma K (2006). GDP-indexed bonds: Making it happen. Working Paper 21, United Nations, Department of Economics and Social Affairs, New York.

Grossman HI and Van Huyck JB (1988). Sovereign debt as a contingent claim: Excusable default, repudiation and reputation. *American Economic Review*, 78(5): 1088–1097.

Hamilton J and Flavin M (1986). On the limitations of government borrowing: A framework for empirical testing. *American Economic Review*, 76: 809–819.

Hepp R (2005). Can debt relief buy growth? (Mimeo). University of California, Davis.

IDB (2006). *Living with Debt.* Cambridge, MA, Harvard University Press.

IMF (2002a). Assessing sustainability. Policy Paper prepared by the Policy Review and Development Department. Washington, DC, International Monetary Fund, 28 May.

IMF (2002b). Collective action clauses in sovereign bond contracts: Encouraging greater use. Washington, DC.

IMF (2003). Sustainability assessments: Review of application and methodological refinements. Policy paper prepared by the Policy Review and Development Department, 10 June. Washington, DC, International Monetary Fund.

IMF (2007). Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI): Status of implementation assembled by the staff of the IMF and IDA. Washington, DC, September; available at: http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/ProgressReports/21656521/HIPCProgressReport20070927.pdf.

IMF (2008). *World Economic Outlook*. Washington, DC, International Monetary Fund, April.

Izquierdo A and Panizza U (2006). Fiscal sustainability: Issues for emerging market countries. In: Galal A and Ul Haque N, eds. *Fiscal Sustainability in Emerging Markets: International Experience and Implications for Egypt*. Cairo, American University in Cairo Press: 67–104.

Jaimovich D and Panizza U (forthcoming). Public debt around the world. *Applied Economics Letters*.

Jayachandran S and Kremer M (2006). Odious debt. *American Economic Review*, 96(1): 82–92.

Jeanne O and Guscina A (2006). Government debt in emerging market countries: A new data set. IMF Working Paper No. 06/98. Washington, DC, International Monetary Fund.

Keynes JM (1929). The German transfer problem; The reparation problem: A discussion; II. A rejoinder: Views on the transfer problem. III. A reply. *Economic Journal,* 39, March: 1–7; June: 172–178; September: 404–408.

Krueger A (2001). International financial architecture for 2002: A new approach to sovereign debt restructuring. Address given at the National Economists Club Annual Member's Dinner, American Enterprise Institute, Washington, DC, 26 November.

Levy Yeyati E and Panizza U (2005). The elusive costs of sovereign defaults. Washington, DC, Inter-American Development Bank.

Manasse P, Roubini N and Schimmelpfennig A (2003). Predicting sovereign debt crises. IMF Working Paper 03/221. Washington, DC, International Monetary Fund.

Ndikumana L (2004). Additionality of debt relief and debt forgiveness and implications for future volumes of official assistance. *International Review of Economics & Finance*, 13(3): 325–340.

Panizza U (2008a). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188. Geneva, UNCTAD.

Panizza U (2008b). The external debt contentious six years after the Monterrey Consensus. Paper presented at the review session on Chapter V (External debt) of the Preparatory Process on the Follow-up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monterrey Consensus, New York, United Nations, 11 March.

Panizza U, Sturzenegger F and Zettelmeyer J (2008). The law and economics of sovereign debt and default (unpublished). Washington, DC, IMF.

Pettifor A (2002). Resolving international debt crises: The jubilee framework for international insolvency. NEF report. January.

Powell R (2003). Debt relief, additionality and aid allocation in low-income countries. IMF Working Paper No. 03/175. Washington, DC, International Monetary Fund.

Raffer K (1990). Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face. World Development 18(2): 30.

Rajan R (2004). Odious or just malodorous? *Finance and Development*, December.

Reinhart C and Rogoff K (2008a). This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises. NBER Working Paper No. 13882. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

Reinhart C and Rogoff K (2008b). The forgotten history of domestic debt. NBER Working Paper No. 13946. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

Rieffel L (2003). Restructuring sovereign debt: the case for ad hoc machinery. Washington, DC, Brookings Institution Press.

Rodrik D (2008). Second best institutions (mimeo). Cambridge, MA, Harvard University.

Sachs J (2005). *The End of Poverty: Economic Possibilities for Our Time.* New York, The Penguin Press.

Sturzenegger F (2004). Toolkit for the analysis of debt problems. Journal of Restructuring Finance, 1(1): 201–203.

Sturzenegger F and Zettelmeyer J (2007). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge, MA, MIT Press.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report.* United Nations publications, New York and Geneva.

United Nations (2002). Report of the International Conference on Financing for Development. Monterrey, Mexico, 18-22 March.

United Nations (2005). A practical plan to achieve the Millennium Development Goals. New York.

United States (2004). Economic Report of the President to the 108th Congress, 2nd Session, H. Doc. 108-145. Washington, DC: United States Government Printing Office; available at: http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/2004_erp.pdf.

World Bank (2006a). Debt relief for the poorest. Washington, DC, Independent Evaluation Group, World Bank.

World Bank (2006b). How to do a debt sustainability analysis for low-income countries; available at: http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/DSAGUIDE_EXT200610.pdf.

Wyplosz C (2007). Debt sustainability assessment: The IMF approach and alternatives. HEI Working Paper No: 03/2007. Geneva, Institut de Hautes Etudes Internationales et du Développement.

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

Palais des Nations
CH-1211 GINEBRA 10
Suiza
(www.unctad.org)

Algunas publicaciones de la UNCTAD

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007

Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.07.II.D.11
ISBN 978-92-1-312336-2

Capítulo I Cuestiones actuales de la economía mundial
Anexo estadístico del capítulo I
Capítulo II La globalización, la regionalización y el desafío del desarrollo
Capítulo III El "Nuevo regionalismo" y los acuerdos comerciales Norte-Sur
Capítulo IV La cooperación regional y la integración comercial entre países en desarrollo
Capítulo V La cooperación financiera y monetaria en el ámbito regional
Anexo 1: Comunidad del África Meridional para el Desarrollo
Anexo 2: Consejo de Cooperación del Golfo
Capítulo VI Cooperación regional en materia de logística comercial, energía y política industrial

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2006

Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.06.II.D.6
ISBN 92-1-312328-0

Capítulo I El problema sistémico de los desequilibrios mundiales
Anexo 1: Los precios de los productos básicos y la relación de intercambio
Anexo 2: Fundamentos teóricos del debate sobre el ahorro y la inversión
Capítulo II Evolución de las estrategias de desarrollo: más allá del consenso de Monterrey
Capítulo III Cambios y tendencias de los factores externos del desarrollo
Cuadros anexos al capítulo III
Capítulo IV La política macroeconómica en la globalización
Capítulo V Políticas nacionales en apoyo del dinamismo productivo
Capítulo VI Mecanismos institucionales y de gobernanza en apoyo del desarrollo económico

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2005 Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.05.II.D.13
ISBN 92-1-312320-5

Capítulo I Cuestiones actuales de la economía mundial

Capítulo II Crecimiento del ingreso y los cambios en la estructura del comercio exterior en Asia

Capítulo III Evolución de la relación de intercambio y sus repercusiones en los países en desarrollo

Anexo: Distribución de la renta del petróleo y la minería: algunos datos de América Latina, 1999-2004

Capítulo IV Hacia una nueva forma de interdependencia mundial

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2004 Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.04.II.D.29
ISBN 92-1-112635-5

Primera parte Tendencias y perspectivas mundiales

I La economía mundial: resultados y perspectivas

II El comercio y las finanzas internacionales

Segunda parte Coherencia de las políticas económicas, estrategias de desarrollo e integración en la economía mundial

Introducción

III Apertura, integración y espacio de políticas nacional

IV Fomentar la coherencia entre los sistemas comercial, financiero y monetario internacionales

Anexo 1: El concepto de competitividad

Anexo 2: Estimaciones econométricas de la repercusión de las variaciones del tipo de cambio en los resultados comerciales

Conclusiones y retos en el ámbito de las políticas

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2003 Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.03.II.D.7
ISBN 92-1-312302-7

Primera parte Tendencias y perspectivas mundiales

I La economía mundial: resultados y perspectivas

II Las corrientes financieras hacia los países en desarrollo y las economías en transición

III Los intercambios y las balanzas comerciales

Anexo: Los precios de los productos básicos

Segunda parte La acumulación de capital, el crecimiento económico y el cambio estructural

IV El crecimiento económico y la acumulación de capital

V La industrialización, el comercio exterior y el cambio estructural

VI Las reformas de las políticas económicas y el comportamiento de las economías: la experiencia latinoamericana

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2002 Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.02.II.D.2
ISBN 92-1-312294-2

Primera parte Tendencias y perspectivas mundiales

I La economía mundial: resultados y perspectivas

II El sistema multilateral del comercio después de Doha

Segunda parte Los países en desarrollo y su inversión en el comercio mundial

III El dinamismo de las exportaciones y la industrialización en los países en desarrollo

Anexo 1: Crecimiento y clasificación de las exportaciones mundiales de mercancías
Anexo 2: Precios y productos dinámicos en el comercio de los Estados Unidos
Anexo 3: Las redes internacionales de la producción y la industrialización de los países en desarrollo

IV La competencia y el error de generalización

V La adhesión de China a la OMC: cómo gestionar la integración y la industrialización

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2001 Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.01.II.D.10
ISBN 92-1-312291-8

Primera parte Tendencias y perspectivas mundiales

I La economía mundial: desempeño y perspectivas

II El comercio y las finanzas internacionales

Segunda parte La reforma de la arquitectura financiera internacional

III Hacia la reforma de la arquitectura financiera internacional: ¿Qué camino seguir?

IV Normas y regulación

V Los regímenes cambiarios y el ámbito de la cooperación regional

VI La gestión de las crisis y el reparto de la carga

******

Estas publicaciones pueden obtenerse de librerías y distribuidores de todo el mundo. Consulte a su librero o escriba a la Sección de Publicaciones y Ventas de las Naciones Unidas, oficina E-4, Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22-917.0027; tel.: +41-22-917.2614/2615/2600; correo electrónico: unpubli@unog.ch; Internet: https://unp.un.org); o a Publicaciones de las Naciones Unidas, Two UN Plaza, Room DC2-853, Nueva York, NY 10017, USA (tel.: +1-212-963.8302 ó +1-800-253.9646; fax: +1-212-963.3489; correo electrónico: publications@un.org).

G-24 Discussion Paper Series

Trabajos de investigación destinados al Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro sobre Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo

Nº 48	Noviembre de 2007	Sam LAIRD	Aid for Trade: Cool Aid or Kool-Aid
Nº 47	Octubre de 2007	Jan KREGEL	IMF Contingency Financing for Middle-Income Countries with Access to Private Capital Markets: An Assessment of the Proposal to Create a Reserve Augmentation Line
Nº 46	Septiembre de 2007	José María FANELLI	Regional Arrangements to Support Growth and Macro-Policy Coordination in MERCOSUR
Nº 45	Abril de 2007	Sheila PAGE	The Potential Impact of the Aid for Trade Initiative
Nº 44	Marzo de 2007	Injoo SOHN	East Asia's Counterweight Strategy: Asian Financial Co-operation and Evolving International Monetary Order
Nº 43	Febrero de 2007	Devesh KAPUR y Richard WEBB	Beyond the IMF
Nº 42	Noviembre de 2006	Mushtaq H. KHAN	Governance and Anti-Corruption Reforms in Developing Countries: Policies, Evidence and Ways Forward
Nº 41	Octubre de 2006	Fernando LORENZO y Nelson NOYA	IMF Policies for Financial Crises Prevention in Emerging Markets
Nº 40	Mayo de 2006	Lucio SIMPSON	The Role of the IMF in Debt Restructurings: Lending Into Arrears, Moral Hazard and Sustainability Concerns
Nº 39	Febrero de 2006	Ricardo GOTTSCHALK y Daniela PRATES	East Asia's Growing Demand for Primary Commodities - Macroeconomic Challenges for Latin America
Nº 38	Noviembre de 2005	Yilmaz AKYÜZ	Reforming the IMF: Back to the Drawing Board
Nº 37	Abril de 2005	Colin I. BRADFORD, Jr.	Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice
Nº 36	Marzo de 2005	JOMO K. S.	Malaysia's Septiembre de 1998 Controls: Background, Context, Impacts, Comparisons, Implications, Lessons
Nº 35	Enero de 2005	Omotunde E. G. JOHN-SON	Country Ownership of Reform Programmes and the Implications for Conditionality
Nº 34	Enero de 2005	Randall DODD y Shari SPIEGEL	Up From Sin: A Portfolio Approach to Financial Salvation
Nº 33	Noviembre de 2004	Ilene GRABEL	Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing the Potential for Financial Crises in Developing Economies
Nº 32	Octubre de 2004	Jan KREGEL	External Financing for Development and International Financial Instability
Nº 31	Octubre de 2004	Tim KESSLER y Nancy ALEXANDER	Assessing the Risks in the Private Provision of Essential Services
Nº 30	Junio de 2004	Andrew CORNFORD	Enron and Internationally Agreed Principles for Corporate Governance and the Financial Sector
Nº 29	Abril de 2004	Devesh KAPUR	Remittances: The New Development Mantra?
Nº 28	Abril de 2004	Sanjaya LALL	Reinventing Industrial Strategy: The Role of Government Policy in Building Industrial Competitiveness

G-24 Discussion Paper Series

Trabajos de investigación destinados al Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro sobre Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo

Nº 27	Marzo de 2004	Gerald EPSTEIN, Ilene GRABEL y JOMO K. S.	Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future
Nº 26	Marzo de 2004	Claudio M. LOSER	External Debt Sustainability: Guidelines for Low- and Middle-income Countries
Nº 25	Enero de 2004	Irfan ul HAQUE	Commodities under Neoliberalism: The Case of Cocoa
Nº 24	Diciembre de 2003	Aziz Ali MOHAMMED	Burden Sharing at the IMF
Nº 23	Noviembre de 2003	Mari PANGESTU	The Indonesian Bank Crisis and Restructuring: Lessons and Implications for other Developing Countries
Nº 22	Agosto de 2003	Ariel BUIRA	An Analysis of IMF Conditionality
Nº 21	Abril de 2003	Jim LEVINSOHN	The World Bank's Poverty Reduction Strategy Paper Approach: Good Marketing or Good Policy?
Nº 20	Febrero de 2003	Devesh KAPUR	Do As I Say Not As I Do: A Critique of G-7 Proposals on Reforming the Multilateral Development Banks
Nº 19	Diciembre de 2002	Ravi KANBUR	International Financial Institutions and International Public Goods: Operational Implications for the World Bank
Nº 18	Septiembre de 2002	Ajit SINGH	Competition and Competition Policy in Emerging Markets: International and Developmental Dimensions
Nº 17	Abril de 2002	F. LÓPEZ-DE-SILANES	The Politics of Legal Reform
Nº 16	Enero de 2002	Gerardo ESQUIVEL y Felipe LARRAÍN B.	The Impact of G-3 Exchange Rate Volatility on Developing Countries
Nº 15	Diciembre de 2001	Peter EVANS y Martha FINNEMORE	Organizational Reform and the Expansion of the South's Voice at the Fund
Nº 14	Septiembre de 2001	Charles WYPLOSZ	How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?
Nº 13	Julio de 2001	José Antonio OCAMPO	Recasting the International Financial Agenda
Nº 12	Julio de 2001	Yung Chul PARK y Yunjong WANG	Reform of the International Financial System and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis
Nº 11	Abril de 2001	Aziz Ali MOHAMMED	The Future Role of the International Monetary Fund
Nº 10	Marzo de 2001	JOMO K. S.	Growth After the Asian Crisis: What Remains of the East Asian Model?
Nº 9	Febrero de 2001	Gordon H. HANSON	Should Countries Promote Foreign Direct Investment?
Nº 8	Enero de 2001	Ilan GOLDFAJN y Gino OLIVARES	Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies?-

******

Los trabajos de la ***G-24 Discussion Paper Series*** pueden consultarse en el sitio www.unctad.org. Pueden solicitarse ejemplares de los trabajos al Auxiliar de Publicaciones, Subdivisión de Políticas Macroeconómicas y de Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22-917.0274).

UNCTAD Discussion Papers

Nº 188	Marzo de 2008	Ugo PANIZZA	Domestic and external public debt in developing countries
Nº 187	Febrero de 2008	Michael GEIGER	Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994-2006
Nº 186	Enero de 2008	Marwan ELKHOURY	Credit rating agencies and their potential impact on developing countries
Nº 185	Julio de 2007	Robert HOWSE	The concept of odious debt in public international law
Nº 184	Mayo de 2007	André NASSIF	National innovation system and macroeconomic policies: Brazil and India in comparative perspective
Nº 183	Abril de 2007	Irfan ul HAQUE	Rethinking industrial policy
Nº 182	Octubre de 2006	Robert ROWTHORN	The renaissance of China and India: implications for the advanced economies
Nº 181	Octubre de 2005	Michael SAKBANI	A re-examination of the architecture of the international economic system in a global setting: issues and proposals
Nº 180	Octubre de 2005	Jörg MAYER y Pilar FAJARNES	Tripling Africa's primary exports: What? How? Where?
Nº 179	Abril de 2005	S.M. SHAFAEDDIN	Trade liberalization and economic reform in developing countries: structural change or de-industrialization
Nº 178	Abril de 2005	Andrew CORNFORD	Basel II: the revised framework of June 2004
Nº 177	Abril de 2005	Benu SCHNEIDER	Do global standards and codes prevent financial crises? Some proposals on modifying the standards-based approach
Nº 176	Diciembre de 2004	Jörg MAYER	Not totally naked: textiles and clothing trade in a quota free environment
Nº 175	Agosto de 2004	S. M. SHAFAEDDIN	Who is the master? Who is the servant? Market or Government?
Nº 174	Agosto de 2004	Jörg MAYER	Industrialization in developing countries: some evidence from a new economic geography perspective
Nº 173	Junio de 2004	Irfan ul HAQUE	Globalization, neoliberalism and labour
Nº 172	Junio de 2004	Andrew CORNFORD	The WTO negotiations on financial services: current issues and future directions
Nº 171	Mayo de 2004	Andrew CORNFORD	Variable geometry for the WTO: concepts and precedents
Nº 170	Mayo de 2004	Robert ROWTHORN y Ken COUTTS	De-industrialization and the balance of payments in advanced economies
Nº 169	Abril de 2004	Shigehisa KASAHARA	The flying geese paradigm: a critical study of its application to East Asian regional development
Nº 168	Febrero de 2004	Alberto GABRIELE	Policy alternatives in reforming power utilities in developing countries: a critical survey
Nº 167	Enero de 2004	R. KOZUL-WRIGHT y P. RAYMENT	Globalization reloaded: an UNCTAD perspective

UNCTAD Discussion Papers

Nº 166	Febrero de 2003	Jörg MAYER	The fallacy of composition: a review of the literature
Nº 165	Noviembre de 2002	Yuefen LI	China's accession to WTO: exaggerated fears?
Nº 164	Noviembre de 2002	Lucas ASSUNCAO y ZhongXiang ZHANG	Domestic climate change policies and the WTO
Nº 163	Noviembre de 2002	A.S. BHALLA y S. QIU	China's WTO accession. Its impact on Chinese employment
Nº 162	Julio de 2002	P. NOLAN y J. ZHANG	The challenge of globalization for large Chinese firms
Nº 161	Junio de 2002	Zheng ZHIHAI y Zhao YUMIN	China's terms of trade in manufactures, 1993–2000
Nº 160	Junio de 2002	S. M. SHAFAEDDIN	The impact of China's accession to WTO on exports of developing countries
Nº 159	Mayo de 2002	J. MAYER, A. BUTKEVICIUS y A. KADRI	Dynamic products in world exports
Nº 158	Abril de 2002	Yilmaz AKYÜZ y Korkut BORATAV	The making of the Turkish financial crisis
Nº 157	Noviembre de 2001	Heiner FLASSBECK	The exchange rate: Economic policy tool or market price?
Nº 156	Agosto de 2001	Andrew CORNFORD	The Basel Committee's proposals for revised capital standards: Mark 2 and the state of play
Nº 155	Agosto de 2001	Alberto GABRIELE	Science and technology policies, industrial reform and technical progress in China: Can socialist property rights be compatible with technological catching up?
Nº 154	Junio de 2001	Jörg MAYER	Technology diffusion, human capital and economic growth in developing countries

******

Los trabajos de la ***UNCTAD Discussion Papers*** pueden consultarse en el sitio www.unctad.org. Pueden solicitarse ejemplares de los trabajos al Auxiliar de publicaciones, Subdivisión de Políticas Macroeconómicas y de Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo, UNCTAD, Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22- 917.0274).

C U E S T I O N A R I O

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2008

Para poder aumentar la calidad y la utilidad del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, la secretaría de la UNCTAD desearía recibir sus opiniones sobre esta publicación. Sírvase rellenar este formulario y devolverlo a la dirección que figura a continuación:

Encuesta a los lectores
División de Globalización y Estrategias de Desarrollo
UNCTAD
Palais des Nations, oficina E.10009
CH-1211 Ginebra 10, Suiza
Fax: (+41) (0)22 917 0274
Correo electrónico: tdr@unctad.org

Le agradecemos muchísimo su amable cooperación.

1. ¿Cómo calificaría usted esta publicación?

	Excelente	*Buena*	*Satisfactoria*	*Pobre*
En general	☐	☐	☐	☐
Utilidad de los temas tratados	☐	☐	☐	☐
Calidad analítica	☐	☐	☐	☐
Conclusiones normativas	☐	☐	☐	☐
Presentación	☐	☐	☐	☐

2. ¿Cuáles considera que son los puntos fuertes de esta publicación?

_____
_____
_____

3. ¿Cuáles considera que son los puntos débiles de esta publicación?

_____
_____
_____

4. ¿Con qué fines principales utiliza usted esta publicación?

Análisis e investigación ☐ Educación y formación ☐
Formulación de políticas y gestión ☐ Otros (*especifique*) _____

_____

5. Indique lo que mejor describa su esfera de trabajo:

Gobierno ☐ Empresa pública ☐
Organización no gubernamental ☐ Institución académica o de investigación ☐
Organización internacional ☐ Medios de información ☐
Institución empresarial privada ☐ Otro tipo (*especifique*) _____

6. Nombre y dirección de la persona que contesta al formulario (*optativo*):

_____
_____
_____

7. ¿Desea agregar alguna observación?

_____
_____
_____