



**CENTRO
DEL SUR**

Documento de
Investigación
Junio de 2013

48

**LOS PAÍSES EN DESARROLLO
TRAS LA CRISIS FINANCIERA:
DESPUÉS DE LA TORMENTA
NO SIEMPRE VIENE LA CALMA**



**CENTRO
DEL SUR**

DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

48

LOS PAÍSES EN DESARROLLO TRAS LA CRISIS FINANCIERA: DESPUÉS DE LA TORMENTA NO SIEMPRE VIENE LA CALMA

*Yılmaz Akyüz**

CENTRO DEL SUR

JUNIO DE 2013

*Economista jefe, Centro del Sur, Ginebra. El presente documento es una versión ampliada de la presentación realizada en la Conferencia del Centro del Sur titulada “The South in the Global Economic Crisis and Reviewing Multilateral Negotiations”, que se llevó a cabo en el Palais de Nations, en Ginebra, el 31 de enero y el 1 de febrero de 2013. La tercera parte del documento se basa y actualiza un informe anterior, Akyüz (2012), basado principalmente en el crecimiento de los países en desarrollo. Agradezco a los participantes de la conferencia y a Michael Mah-Hui, a Martin Khor, a Manuel Montes y a Richard Kozul-Wright por sus comentarios y sugerencias. Se aplica la salvedad habitual. Última revisión: 26 de mayo de 2013. yilmaz.akyuz@bluewin.ch

Traducido del inglés por Vanessa Rodríguez

EL CENTRO DEL SUR

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales de orden internacional que interesan al Sur.

El Centro del Sur cuenta con el apoyo y la cooperación de los gobiernos de los países del Sur, colabora frecuentemente con el Grupo de los 77 y China, y el Movimiento de los Países No Alineados. En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esta región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencia y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

ADVERTENCIA

Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur o de sus Estados miembros. Cualquier error u omisión en este documento es de la exclusiva responsabilidad del autor.

Centro del Sur
Ch. du Champ-d'Anier 17
POB 228, 1211 Ginebra 19
Suiza
Tel. (41) 022 791 80 50
Fax (41) 022 798 85 31
south@southcentre.int
www.southcentre.int

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN.....	1
II. RESPUESTA NORMATIVA Y RECUPERACIÓN DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS.....	5
II.1. Panorama económico actual.....	5
II.2. ¿Por qué se está tardando tanto en salir de la crisis?	6
II.3. Operaciones de rescate, sobreendeudamiento y freno fiscal en los Estados Unidos .	10
II.4. La crisis de la zona del euro: diagnóstico erróneo, remedios nocivos	13
II.5. ¿ Precisa la zona del euro de otros para resolver la crisis?	21
III. REPERCUSIONES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO	22
III.1. El debate del desacoplamiento	22
III.2. Corrientes de capital privadas y repercusiones financieras	25
III.4. Precios de los productos básicos	35
III.5. Repercusiones sobre el comercio	39
III.6. Desequilibrios comerciales	41
IV. PANORAMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL	43
IV.1. Riesgo de regresión económica	44
IV.2. Perspectivas a largo plazo	45
V. CONCLUSIONES.....	52
BIBLIOGRAFÍA	55

CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro 1: Crecimiento del PIB real en algunas economías avanzadas	5
Cuadro 2: Deuda y déficits en la zona del euro antes de la crisis	14
Cuadro 3: Proporción de los productos básicos en las exportaciones totales en el Brasil y Malasia .	41
Cuadro 4: PIB, demanda interna y cuenta corriente en los principales países con superávit	42
Gráfico 1: Costos laborales unitarios en la zona del euro	14
Gráfico 2: Tipo de cambio efectivo real	24
Gráfico 3: Deuda pública como porcentaje del PIB.....	19
Gráfico 4: Entrada de capitales privados en las economías en desarrollo entre 1995 y 2014	26
Gráfico 5: Entrada de capitales privados en los mercados emergentes (ME).....	27
Gráfico 6: Diferenciales de los bonos soberanos	28
Gráfico 7: Índices bursátiles mensuales de MSCI, diciembre 2006 - febrero 2013	29
Gráfico 8: Tipo de cambio nominal en determinadas economías	30
Gráfico 9: Flujos de remesas hacia los países en desarrollo entre 2000 y 2012.....	34
Gráfico 10: Evolución mensual de precios de los productos básicos, diciembre 2004-febrero 2013 .	35
Gráfico 11: Importaciones de China, 2000-2011	37
Gráfico 12: Participación de los salarios en el PIB (%), 1985-2010	46

SIGLAS

AFL-CIO	Federación Estadounidense del Trabajo y Congreso de Organizaciones Industriales
BAD	Banco Asiático de Desarrollo
BCE	Banco Central Europeo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BPI	Banco de Pagos Internacionales
BRICS	Brasil, Rusia, la India, China y Sudáfrica
CESPAP	Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (de las Naciones Unidas)
COMTRADE	Base de datos de las Naciones Unidas sobre estadísticas de comercio de productos básicos
ECFIN	Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros
ERI	Economías de Reciente Industrialización
FEEF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional
HAMP	Programa de modificación de préstamos hipotecarios
HARP	Programa de refinanciamiento de préstamos hipotecarios
IED	Inversión Extranjera Directa
MEDE	Mecanismo de Estabilidad Europea
OCDE	Organización para el Cooperación y el Desarrollo Económicos
OFPML	Operación de financiación a plazo más largo (OFPML)
OIT	Organización Internacional del Trabajo
OMC	Operaciones Monetarias de Compraventa
ONU	Organización de las Naciones Unidas
PIB	Producto Interno Bruto
PNUMA	Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente
S&P 500	Standard and Poor's 500
TARP	Programa de rescate de activos en problemas
TDR	Informe sobre el comercio y el desarrollo
UE	Unión Europea
UNCTAD	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

I. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN

Más de cinco años después del estallido de la crisis financiera, la economía mundial ha mostrado pocos indicios de estabilización y de cambio hacia un crecimiento fuerte y sostenido. Tras haber registrado un crecimiento mediocre del 2,2% en 2012, el más bajo desde el momento álgido de la crisis en 2009, se prevé que el crecimiento de la economía mundial no supere el 2,4% en 2013. En las economías avanzadas, los déficits de producción y de empleo siguen siendo elevados. A finales de 2012, en el conjunto de los países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), la tasa de empleo (es decir, la proporción de personas en edad de trabajar que poseen un empleo) se situaba en 1,4 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado antes de la crisis¹. A excepción de los Estados Unidos, todas las principales economías avanzadas, es decir, la zona del euro, el Japón y el Reino Unido, han experimentado una recaída económica.

Las políticas aplicadas han sido incapaces de solucionar el problema del sobreendeudamiento y no han brindado fuertes estímulos fiscales para compensar la contracción del sector privado, por lo que la recuperación de la crisis en los Estados Unidos y en Europa está tardando demasiado tiempo. Mientras el desapalancamiento sigue asfixiando la demanda privada, la actividad económica se está viendo aún más constreñida por el freno fiscal existente en estos dos epicentros de la crisis, puesto que los gobiernos han recurrido a la ortodoxia fiscal tras la reflación inicial. Se ha otorgado una confianza excesiva a las políticas monetarias, sobre todo en los Estados Unidos, a través del suministro de una gran cantidad de liquidez a los mercados e instituciones financieros con tipos de interés cercanos a cero y con la ayuda de medios poco convencionales. Estas medidas han sido claramente ineficaces para reimpulsar los préstamos bancarios y el consumo privado, y han provocado la búsqueda de rendimientos en inversiones de alto riesgo, un apalancamiento mayor y un auge en los mercados de valores. También han causado fragilidad financiera e inestabilidad en los tipos de cambio de los grandes países en desarrollo. Siguen siendo muy inciertas las consecuencias que podría tener sobre la futura estabilidad financiera internacional una prolongación del período de políticas monetarias excesivamente laxas por parte de los emisores de monedas de reserva, ya que se trata de un terreno apenas explorado.

La crisis de las economías avanzadas ha tenido fuertes repercusiones para los países en desarrollo. La combinación de una rápida aceleración del crecimiento en los países en desarrollo y de unos resultados relativamente débiles en las economías avanzadas antes del estallido de la crisis fue interpretada en general como un desacoplamiento del Sur con respecto al Norte. Si bien el crecimiento en los países en desarrollo disminuyó de manera significativa en 2009, debido a la contracción de las exportaciones a las economías avanzadas y a la interrupción repentina de las corrientes de capital, en 2010 se recuperó rápidamente gracias a la aplicación de fuertes políticas anticíclicas, que fue posible por la mejora de las condiciones macroeconómicas durante la fase temprana de la expansión. En las economías

¹ Las cifras de crecimiento fueron extraídas del informe *Situación y perspectivas de la economía mundial 2013* al tipo de cambio del mercado, y no de la paridad de poder adquisitivo; las cifras de desempleo provienen de la OCDE (2013b).

avanzadas, por el contrario, el crecimiento se mantuvo débil. Estos resultados, además de reactivar las hipótesis de desacoplamiento, provocaron que varios de los principales países en desarrollo, en especial China y en menor medida la India y el Brasil, fueran considerados como motores del crecimiento para la economía mundial, sobre todo respecto de los pequeños países en desarrollo. En cierta medida así lo fue en un momento dado, ya que la puesta en marcha por parte de China de un importante conjunto de medidas anticíclicas en materia de inversiones para mitigar las repercusiones de la crisis benefició en gran medida a los países en desarrollo dependientes de los productos básicos. Sin embargo, la inestabilidad y la debilidad persistentes en las economías avanzadas pone de manifiesto las deficiencias estructurales existentes en las economías en desarrollo, lo que incluye a los principales países en desarrollo.

Aunque las condiciones de los mercados internacionales financieros y de los productos básicos se han mantenido por lo general favorables desde 2009, las fuertes tendencias al alza de las corrientes de capital y de los precios de los productos básicos, que empezaron en la primera mitad de la década de 2000, se han acabado y las exportaciones de los países en desarrollo a las economías avanzadas han disminuido considerablemente. Además, los efectos puntuales de las políticas anticíclicas de los países en desarrollo han empezado a desaparecer y el margen de maniobra para la adopción de políticas expansionistas se ha reducido de una manera importante. Así pues, el crecimiento de la mayoría de los grandes países en desarrollo ha sufrido una fuerte desaceleración en comparación con los niveles alcanzados antes del estallido de la crisis. Asia, la región en desarrollo más dinámica, registró un crecimiento en 2012 unos cinco puntos porcentuales menor que el registrado antes de la crisis; en América Latina este se redujo a casi la mitad.

En los países en desarrollo, las perspectivas de crecimiento a largo plazo se ven afectadas por los desequilibrios y las fragilidades estructurales mundiales que provocaron la crisis actual y que persisten aún. El subconsumo que afecta a la economía mundial se debe a que la proporción de los salarios en los ingresos nacionales de todas las grandes economías avanzadas está en unos niveles bajos y en declive. Entre estas economías se hallan las de los Estados Unidos, Alemania y el Japón, además de China, países que tienen un efecto desproporcionalmente alto en las condiciones económicas mundiales (Akyüz, 2010; Stockhammer, 2012). También han aumentado la concentración de la riqueza y la desigualdad en la distribución de los ingresos sobre activos físicos y financieros. La financiarización, los recortes en el estado de bienestar y la globalización son los factores más importantes que están detrás de estas tendencias. Sin embargo, hasta la Gran Recesión se logró evitar la amenaza de una deflación global gracias a un consumo excesivo y a auges en el sector inmobiliario, impulsados por las burbujas crediticias y de activos en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas, en particular en Europa. En varios países en desarrollo asiáticos, sobre todo China, también se produjeron burbujas inmobiliarias y de inversión, mientras que el consumo privado creció en gran medida en muchos otros países en desarrollo, en general como consecuencia del aumento de las corrientes de capital y de las burbujas crediticias y de activos (Akyüz, 2008 y 2012). A su vez, la expansión impulsada por la deuda ocasionó una creciente fragilidad financiera en los Estados Unidos y en la Unión Europea (UE) y un aumento de los desequilibrios comerciales mundiales, con los Estados Unidos sirviendo de

locomotora para los países con superávit comercial (Alemania, el Japón y China), y también provocó desequilibrios entre los países de la zona del euro, lo que finalmente desencadenó la crisis económica más grave de la época de la posguerra, de la cual el mundo aún no se ha podido recuperar.

En ninguna de las grandes economías avanzadas ni en China se pueden encontrar medidas que busquen cambiar de modo sustancial la tendencia a la baja de la proporción de los salarios en los ingresos nacionales y un reparto más justo de la riqueza para permitir una expansión económica veloz, basada en un consumo de los hogares que esté apoyado por los ingresos y no impulsado por la deuda. Por el contrario, la crisis ha aumentado la desigualdad tanto en las economías avanzadas como en varios países en desarrollo (OCDE, 2013C).

Durante los últimos veinte años en los Estados Unidos, donde la tendencia a la baja en la distribución salarial comenzó en la década de 1980, el auge del consumo y del sector inmobiliario y las expansiones económicas fueron impulsados sobre todo por burbujas crediticias y de activos: primero la burbuja de las puntocom de internet en la década de 1990 y después la de las hipotecas de alto riesgo en la década de 2000. La crisis actual ha provocado una mayor concentración de los ingresos y la riqueza. Con las políticas actuales los Estados Unidos no podrán registrar un crecimiento basado en la renta o en las exportaciones². Más bien, podrían sucumbir a la tentación de permitir que las actuales políticas monetarias excesivamente laxas degeneren en burbujas crediticias y de activos con el fin de conseguir una expansión rápida, del mismo modo en que su respuesta al estallido de la burbuja de las puntocom provocó la burbuja de las hipotecas de alto riesgo. Entre tanto, podrían aprovecharse del «privilegio exorbitante» que ostentan como emisor de la principal moneda de reserva e incurrir en crecientes déficits externos.

Sea o no capaz de generar una expansión fuerte, semejante regreso a las políticas de siempre podría producir incluso otro ciclo de auge y caída. Esto podría resultar aún más dañino que la crisis actual no solo para los Estados Unidos, sino para la economía mundial en general. Si, por el contrario, se impide que se produzcan burbujas de activos y de crédito que permitan impulsar el consumo agregado, el resultado podría suponer un crecimiento escaso, el aumento súbito de los tipos de interés y un dólar más fuerte, una combinación que suele provocar problemas a los países en desarrollo.

Parece que la zona del euro seguirá convulsionada por la debilidad económica durante un período indefinido. Para solucionar los problemas subyacentes de sobreendeudamiento en los países periféricos y de desequilibrios comerciales y de competitividad dentro de la zona del euro debe producirse, entre otras cosas, un crecimiento basado en los salarios en Alemania, pero es bastante improbable que esto suceda con el enfoque político actual. Probablemente, las reformas estructurales que se están promoviendo en la actualidad extenderán la disminución de los salarios desde los países centrales hacia los periféricos y aumentarán la brecha deflacionaria. Puede que los países periféricos tengan que unirse a Alemania en la búsqueda de un crecimiento basado en las exportaciones. Por estos motivos, no se espera que la región

² Por mayores informaciones respecto del crecimiento basado en la renta, consultar Lavoie y Stocllhammer (2012). El crecimiento basado en las exportaciones, tal y como se lo utiliza en el presente, se refiere al proceso de expansión en el que las exportaciones aumentan más rápidamente que la demanda interna.

pueda generar impulsos expansionistas para el resto del mundo aunque consiga devolver la estabilidad a la periferia afectada por la crisis.

China ha apostado por un crecimiento basado en la inversión, ya que sus exportaciones se redujeron drásticamente a causa de la crisis y de la contracción de las economías avanzadas, lo que contribuyó a las burbujas de crédito e inmobiliaria actuales. Este patrón de crecimiento no puede mantenerse indefinidamente. A pesar de reconocer la necesidad de aumentar la proporción de ingresos de los hogares en el producto interno bruto (PIB) y de avanzar hacia un crecimiento basado en el consumo, el reequilibrio distribucional está progresando de un modo muy lento. Sea o no capaz China de evitar el estallido de las burbujas y un aterrizaje brusco, a mediano plazo parece probable que siga una trayectoria de crecimiento menor y presente un reequilibrio gradual de las fuentes externas y nacionales de demanda y de la inversión y consumo nacionales. Dado el papel fundamental que ha desempeñado durante el auge de los productos básicos a principios de la década de 2000 y como nueva fuente de inversiones en los países en desarrollo ricos en recursos, sobre todo desde el estallido de la crisis mundial, una desaceleración permanente en China, combinada con un dólar fuerte, no auguraría nada bueno para los países en desarrollo dependientes de los productos básicos.

Todo esto significa que se acabó el viento a favor para el Sur. Aunque se solucione por completo la crisis en el Norte, es probable que en los próximos años los países en desarrollo se encuentren en un entorno económico mundial mucho menos favorable que el que se encontraron antes de la Gran Recesión, lo que incluye un crecimiento débil y/o inestable en las principales economías avanzadas y China, tipos de interés más elevados en los Estados Unidos, un dólar más fuerte y una disminución de los precios de los productos básicos. De hecho, puede que tengan que enfrentar condiciones aún más desfavorables que las que han prevalecido desde el estallido de la crisis, en especial en lo relativo a los tipos de interés, las corrientes de capital y los precios de los productos básicos. En consecuencia, para reproducir el crecimiento espectacular que disfrutaron en el período anterior a la crisis y para alcanzar al mundo industrial, los países en desarrollo deben mejorar sus propios fundamentos sobre el crecimiento, reequilibrar las fuentes nacionales y externas para alcanzarlo y reducir su dependencia de los mercados y capitales extranjeros. Esto requiere, entre otras medidas, abandonar las políticas del Consenso de Washington (tanto en la práctica como en la retórica) y buscar una integración estratégica en lugar de una integración completa en la economía mundial.

El presente documento examina la crisis desde la perspectiva del desarrollo. Se encuentra dividido en cinco partes. En la segunda parte se realiza una evaluación crítica de las políticas adoptadas por las principales economías avanzadas en respuesta a la crisis y de su desempeño económico en los últimos cinco años. En la tercera parte se analizan las repercusiones de la crisis y las políticas adoptadas por las principales economías avanzadas con respecto a los países en desarrollo, con lo que se actualiza y se amplía el análisis realizado en un documento de Yilmaz Akyüz (2012). Los riesgos de que los resultados sean inferiores a lo previsto y las perspectivas de crecimiento a largo plazo en las principales economías avanzadas y en China se analizan en la cuarta parte, desde el punto de vista de los posibles efectos que pueden tener en los países en desarrollo. El documento concluye con un breve análisis sobre los

principales desafíos en materia de políticas a los que hacen frente los países en desarrollo para alcanzar y mantener un crecimiento convergente.

II. RESPUESTA NORMATIVA Y RECUPERACIÓN DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

II.1. Panorama económico actual

Si bien la economía de los Estados Unidos fue el epicentro de la crisis financiera, ha obtenido mejores resultados que otras economías avanzadas, como la zona del euro, el Japón y el Reino Unido, desde el estallido de la crisis. En primer lugar, la recesión de 2009 fue menos grave en los Estados Unidos que en las otras economías mencionadas. (Cuadro 1). En segundo lugar, la economía estadounidense ha gozado de una recuperación continua, aunque moderada, a un ritmo promedio anual del 2%, y de un crecimiento ininterrumpido durante los quince trimestres que transcurrieron desde el final de la recesión a mediados de 2009. Sin embargo, la brecha del producto (es decir, la diferencia entre la producción efectiva y la producción potencial) se ha reducido tan solo un poco: a finales de 2012, se situaba en torno a los 800.000 millones de dólares de los Estados Unidos, con lo que las pérdidas acumuladas desde 2008 alcanzaron los 3 billones de dólares. Tras registrar un máximo del 10% en octubre de 2009 la tasa de desempleo disminuyó hasta situarse en 7,5% en abril de 2013, pero esta reducción obedece, en parte, a la exclusión de los trabajadores desalentados, puesto que la tasa de actividad disminuyó del 66% que registraba a principios de la crisis a menos del 64% en abril de 2013 (Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, 2013). Además, hay 2,5 millones de empleos no agrícolas menos que a principios de 2008.

Cuadro 1: Crecimiento del PIB real en algunas economías avanzadas
(variaciones porcentuales)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,3	1,9
Zona del euro	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,6	-0,3
Alemania	0,8	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,6
Japón	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	2,0	1,6
Reino Unido	-1,0	-4,0	1,8	0,9	-0,2	0,7

Fuente: *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI (abril de 2013).

Todas las demás economías avanzadas han registrado una nueva contracción desde 2009. Tras experimentar una recesión grave ese mismo año, la zona del euro en su conjunto registró un crecimiento positivo en los dos años siguientes, pese a las continuas pérdidas de producción y empleo en la periferia europea, y gracias a la fuerte recuperación de Alemania, impulsada principalmente por las exportaciones. Sin embargo, a medida que los efectos de la crisis se fueron extendiendo en la región por medio de las relaciones comerciales, los países centrales, y Alemania en particular, no pudieron mantener su sólida recuperación económica. En el primer trimestre de 2013, la región registró su sexto trimestre consecutivo de crecimiento negativo. De los diecisiete países que integran la zona del euro, nueve, entre los cuales cabe destacar Francia, estaban en recesión. Las perspectivas para todo el año son bastante desalentadoras. La economía de Alemania se encuentra estancada y no se prevé que

los países periféricos en crisis vuelvan a alcanzar crecimientos sólidos en los próximos años. La tasa de desempleo alcanzó el 12% de la fuerza laboral total y el 24% entre los jóvenes. En España y Grecia, la tasa de desempleo actual se sitúa en el 25%, con lo que supera la tasa registrada durante la Gran Depresión de los años treinta, mientras que el desempleo juvenil excede el 55%.

Ni el Japón ni el Reino Unido pudieron mantener el crecimiento positivo que alcanzaron tras recuperarse de la recesión de 2009 y sus economías experimentaron una recaída. En el último trimestre de 2012, el Japón registró su séptimo trimestre en contracción desde el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y su nivel de ingreso actual es inferior al nivel anterior a la crisis. A su vez, desde 2009 hasta finales de 2012, el Reino Unido registró tasas de crecimiento negativas durante diez de los veinte trimestres y perdió 3,7 millones de empleos. Si bien se prevé que su crecimiento sea inferior al 1% en 2013, sería de todas formas el más elevado entre los países más grandes de la UE, es decir, Alemania, Francia, el Reino Unido, Italia y España.

II.2. ¿Por qué se está tardando tanto en salir de la crisis?

En sus observaciones sobre la situación de la economía mundial, el consejero económico del Fondo Monetario Internacional (FMI), Olivier Blanchard, habría dicho que «no es aún una década perdida...pero no cabe duda de que se necesitarán al menos diez años más a contar desde el comienzo de la crisis para que la economía mundial vuelva a estar en forma» (Reuters, 2012). Probablemente, esta observación no refleja únicamente una opinión sobre la naturaleza y la gravedad de la crisis, sino también sobre la efectividad de las intervenciones públicas realizadas para resolverla.

No cabe duda de que el proceso de recuperación tras una recesión ocasionada por una crisis financiera es prolongado y presenta deficiencias debido a que se necesita tiempo para sanear los balances generales, es decir, para solucionar el sobreendeudamiento y reducir las inversiones excesivas e inviables generadas durante las burbujas que dieron como resultado tales crisis. Durante la recuperación de una crisis suele haber un alto nivel de desempleo y un bajo nivel de inversión, como lo demostraron las recuperaciones en los Estados Unidos a principios de los años noventa y en especial a comienzos de la década de 2000 tras recesiones provocadas por el estallido de burbujas crediticias y de activos, es decir la burbuja de ahorro y crédito y la burbuja de las puntocom, respectivamente. En la recuperación actual, la economía estadounidense alcanzó su nivel de ingreso anterior a la crisis en el segundo trimestre de 2011, pero el mercado de trabajo contaba con 6,5 millones de empleos menos. En las economías en desarrollo, los períodos de recuperación tras recesiones ocasionadas por crisis financieras también están caracterizados por un escaso nivel de empleo e inversión (Akyüz, 2006).

Sin embargo, el ritmo de recuperación también depende de la gestión y las intervenciones gubernamentales con respecto a la crisis. En este sentido, las políticas aplicadas en respuesta a la crisis, tanto por los Estados Unidos como por los países europeos, han mostrado dos deficiencias fundamentales. En primer lugar, los gobiernos no han estado dispuestos a solucionar el problema del sobreendeudamiento por medio de la reestructuración oportuna, ordenada e integral de la deuda y la liquidación de los créditos dudosos. En cambio, han recurrido a cuantiosas

operaciones de rescate de acreedores y, en el caso de la zona del euro, a mecanismos ad hoc desordenados que obedecen a razones políticas, para involucrar a acreedores privados en la resolución de la deuda imponiéndoles condicionalidades vinculadas a políticas altamente procíclicas. En un documento para debate del FMI en el que se compara la crisis actual con las intervenciones que se realizaron en las crisis anteriores en economías emergentes de América Latina y Asia, el FMI afirma que «el diagnóstico y saneamiento de las instituciones financieras y la reestructuración general de los activos han progresado en menor medida de lo previsto para esta etapa, y el riesgo moral ha aumentado. Por consiguiente, el sistema financiero mundial sigue siendo muy vulnerable, lo que constituye una amenaza para la sostenibilidad de la recuperación» (Claessens y *otros*, 2011).

En segundo lugar, las medidas de política macroeconómica adoptadas para fomentar la demanda agregada, el crecimiento y el empleo han presentado graves deficiencias. La falta de intervención directa para solucionar el sobreendeudamiento de una manera oportuna y ordenada ha ocasionado un desapalancamiento lento y una contracción prolongada del gasto privado. Como resultado, las políticas monetarias han sido incapaces de aumentar los créditos y el gasto privado, pese a que se redujeron drásticamente los tipos de interés de intervención y a que los balances generales de los bancos centrales se incrementaron rápidamente gracias a una expansión cuantitativa destinada a inyectar liquidez en la economía y a disminuir los tipos de interés a largo plazo. Por consiguiente, la política presupuestaria se ha vuelto decisiva, pero tanto los Estados Unidos como Europa han recurrido a la austeridad tras la reflación inicial, debido a preocupaciones crecientes respecto de la deuda y el déficit públicos. En la zona del euro, los países centrales también han apelado a la austeridad impuesta sobre los países periféricos más afectados por la crisis.

Los argumentos a favor de la austeridad presupuestaria se basan en dos afirmaciones. La primera es que los déficits presupuestarios contribuyen en mayor medida a la deuda pública que al producto interno bruto (PIB), por lo que aumenta el coeficiente entre la deuda y el PIB. La segunda afirmación es que los coeficientes altos entre deuda y PIB tienen un efecto negativo sobre el crecimiento. Por consiguiente, se estima que la austeridad presupuestaria no socava el crecimiento y podría incluso estimularlo al reducir la relación entre deuda pública y PIB, de ahí que se la denomine «consolidación fiscal expansiva» o «austeridad expansiva».

La primera afirmación supone que los multiplicadores fiscales son pequeños, lo que suele atribuirse a dos mecanismos diferentes. Por un lado, existe la hipótesis del efecto de expulsión, según la cual un aumento del gasto público conlleva una disminución del gasto privado. Esto obedece principalmente a que un aumento del gasto público financiado mediante la obtención de créditos aumentaría los tipos de interés, lo que reduciría la inversión privada, así como otros gastos que dependen de los tipos de interés. Sin embargo, este no es necesariamente el caso si la política monetaria es laxa o si la economía cae en la denominada trampa de liquidez y presenta una considerable falta de dinamismo. En efecto, pese al aumento del déficit presupuestario y de la deuda, los tipos de interés a largo plazo en los Estados Unidos se han mantenido a niveles excepcionalmente bajos desde 2009.

El segundo mecanismo deriva de un teorema, sumamente polémico, basado en un supuesto muy poco realista sobre el comportamiento racional: a medida que

aumentan la deuda y el gasto público, el sector privado comienza a gastar menos y a ahorrar más con el fin de juntar el capital necesario para pagar los futuros aumentos impositivos que se aplicarán para cumplir el servicio de la deuda. En el mismo sentido, los individuos racionales ahorrarían el capital que conservan gracias a los recortes impositivos financiados con la obtención de préstamos para abonar futuros aumentos en los impuestos³. Sin embargo, en un contexto en el que los ingresos disminuyen y las condiciones de vida se deterioran, es poco probable que los hogares ahorren una gran parte de sus ingresos a medida que aumentan los déficits y la deuda del sector público.

En los primeros años de la crisis, la recomendación del FMI sobre política presupuestaria en las consultas del Artículo IV de su Convenio Constitutivo se basó en multiplicadores extremadamente bajos y fue invariablemente procíclica. Debido a que el FMI subestimó los multiplicadores fiscales, sus proyecciones de crecimiento resultaron ser más optimistas que los resultados de crecimiento en varios países europeos como Grecia, que estaban aplicando una consolidación fiscal en virtud de los acuerdos contraídos con el FMI⁴. Sin embargo, como resultado de la evidencia creciente de la existencia de un freno fiscal, el FMI ha reconocido finalmente que los multiplicadores son mucho mayores a lo que se creía, que dependen de cada Estado y que son especialmente altos en período de recesión, lo que significaría que la austeridad presupuestaria podría incluso aumentar el coeficiente de endeudamiento al disminuir los ingresos (*Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2012: apartado 1.1; Blanchard y Leigh, 2013).

La segunda afirmación, que unos coeficientes altos de endeudamiento podrían impedir el crecimiento, cuenta con el respaldo de un estudio empírico muy reconocido realizado por Reinhart y Rogoff en 2010, que ha proporcionado algunos argumentos a los defensores de la austeridad presupuestaria en los Estados Unidos y la UE. El estudio observó que el crecimiento económico se desacelera significativamente cuando la relación entre la deuda pública y el PIB supera el 90%, como ha sido el caso en los Estados Unidos y en la mayoría de los países de la zona del euro afectados por la crisis. Sin embargo, en general se reconoce que dicha asociación no demuestra en absoluto la causalidad. En efecto, es posible que una ralentización del crecimiento provoque un aumento de la deuda y no que un elevado nivel de deuda ocasione la desaceleración del crecimiento. Más importante aún, investigaciones subsiguientes de Herndon y otros. (2013) han concluido que varias de las conclusiones fundamentales del estudio de Reinhart y Rogoff (2010) son erróneas, y que los parámetros corregidos

³ Esta es la denominada teoría de la equivalencia ricardiana, que afirma que el efecto de un aumento del gasto público sobre la demanda agregada y el ingreso no está relacionado con la forma de financiación aplicada, ya sea esta un aumento de los impuestos o la emisión de deuda. Sostiene que no existe una conexión entre los déficits presupuestarios y los tipos de interés reales debido a que el comportamiento racional supone que los ahorros privados aumentarían en la misma cuantía que la disminución del ahorro público. Aunque el efecto de expulsión y la equivalencia ricardiana defienden supuestos diferentes sobre los efectos de los déficits públicos en los tipos de interés, ambas teorías indican, por medio de mecanismos diferentes, que el gasto público financiado mediante el déficit presupuestario es ineficaz en aumentar la demanda agregada y el ingreso.

⁴ Véase Weisbrot y Jorgensen (2013). En un estudio sobre el asesoramiento brindado por el FMI a los países de la Unión Europea en materia de políticas en el artículo 67 de los acuerdos para 2008-2011, los autores observan que se ha recomendado la consolidación fiscal a los 27 países de la Unión Europea y que, por lo general, se han sugerido recortes del gasto antes que aumentos impositivos.

muestran que un coeficiente de endeudamiento del 90% se asocia con una tasa de crecimiento muy superior a la indicada por estos autores.

La austeridad presupuestaria, respaldada por teorías dudosas y pruebas empíricas tambaleantes, ha prevalecido tanto en los Estados Unidos como en Europa, lo que ha socavado el crecimiento. La renuencia a utilizar el gasto público para aumentar la demanda agregada ha provocado que se recurra cada vez más a la política monetaria, en especial a medida que la austeridad presupuestaria se ha vuelto contraproducente y ha disminuido el crecimiento. Además del mantenimiento de los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado, se han aplicado medidas poco convencionales, como la concesión de créditos a largo plazo del banco central a los bancos y la compra de valores respaldados por activos con el fin de aumentar la liquidez y disminuir los tipos de interés a largo plazo.

El aumento rápido de la liquidez y los tipos de interés históricamente bajos, en especial en los Estados Unidos, han ocasionado un aumento considerable de la fragilidad y vulnerabilidad financiera al desencadenar una búsqueda de rentabilidad y una asunción excesiva de riesgos, tanto en los Estados Unidos como a nivel mundial, al igual que ocurrió durante la burbuja de las hipotecas de alto riesgo. La entrada de capital destinado a la compra de activos de alto rendimiento en las economías emergentes ha impuesto una presión considerable sobre sus tipos de cambio. Las tasas de interés excepcionalmente bajas han incitado a las empresas a contraer créditos en monedas de reserva, fenómeno que ha crecido en un 50% en los últimos cinco años, lo que aumenta la exposición a los riesgos relacionados con los tipos de cambio y las tasas de interés (FMI, 2013a: 33-34; Oprita, 2013b). Por ende, un repentino abandono de la política monetaria excepcional que está aplicando la Reserva Federal podría desencadenar quiebras empresariales generalizadas, ocasionadas por un brusco aumento de las tasas de interés y una devaluación de las monedas de las economías emergentes.

En los Estados Unidos, también hay indicios crecientes de una asunción excesiva de riesgos, como la compra de activos de riesgo con el fin de obtener rendimientos superiores, un aumento del apalancamiento empresarial y una transformación de los vencimientos, fenómenos que preocupan a la Reserva Federal⁵. Los mercados de valores ya han alcanzado máximos históricos y podrían experimentar una corrección significativa si el crecimiento económico real disminuye. Además, podrían empezar a formarse burbujas crediticias y de activos, que alcanzarían niveles peligrosos si se demora demasiado en abandonar la política monetaria excepcional, como ocurrió con el estallido de la burbuja de hipotecas de alto riesgo (Roubini, 2013). Las consecuencias futuras de la aplicación a largo plazo de una política monetaria muy expansiva sobre la estabilidad financiera son muy inciertas, puesto que se trata de un terreno apenas explorado (White, 2012). Aunque parece que la Reserva Federal y el FMI están tomando nota de los riesgos que conlleva la relajación monetaria excepcional para la estabilidad financiera, puede que no sean capaces de identificarlos correctamente o de actuar de manera oportuna y

⁵ Consultar a Bernanke (2013), quien ha advertido que estos podrían desvincular los precios de los activos de las variables fundamentales de la economía y dar lugar a una valoración equivocada de los precios. Consultar también el FMI (2013a) y (Yellen, 2013b).

eficaz de modo que se evite la inestabilidad mejor que durante la formación de la burbuja de las hipotecas de alto riesgo.

Aunque los bancos centrales de los Estados Unidos y la UE han inyectado cuantiosas sumas de liquidez en los bancos y mercados financieros y han adquirido deuda pública en los mercados secundarios con el fin de disminuir las tasas de interés y los pagos de deuda pública, no han estado dispuestos a abandonar sus prejuicios contra la financiación directa de los déficits presupuestarios y la monetización permanente de la deuda pública. Sin embargo, la mayoría de los analistas reconocen que, en las circunstancias actuales, estos mecanismos no conllevarían más riesgos para la estabilidad monetaria y financiera que la relajación extrema de la política monetaria. Por ejemplo, el expresidente del Organismo de Servicios Financieros del Reino Unido, Lord Turner, ha afirmado que utilizar la relajación monetaria excesiva como medio para escapar de la trampa de desapalancamiento podría ocasionar varias vulnerabilidades graves en el futuro, y que la idea de que la monetización de los déficits presupuestarios conllevaría mayores riesgos inflacionarios que otros instrumentos de política utilizados para estimular la demanda carece de base científica. Concluye que el desafío principal consiste en «diseñar limitaciones y normas institucionales que protejan contra el uso indebido de esta poderosa medicina»⁶. Sin embargo, aunque parece que los bancos centrales de las economías avanzadas en crisis han considerado recurrir a esta solución, ninguno de los gobiernos ha estado dispuesto a tomar esa dirección⁷.

II.3. Operaciones de rescate, sobreendeudamiento y freno fiscal en los Estados Unidos

La intervención de los Estados Unidos respecto de la crisis de las hipotecas de alto riesgo se ha basado en dos mecanismos principales. En primer lugar, el Tesoro, mediante su programa de rescate de activos en problemas (TARP, por sus siglas en inglés) de 2008 y 2009, de una cuantía de 700.000 mil millones de dólares, inyectó capital en los bancos cuyo patrimonio neto se acercaba a cifras negativas como resultado de la pérdida de valores de activos, y en grandes empresas de la industria del automóvil para evitar su quiebra. En segundo lugar, la Reserva Federal, tras reducir la tasa de interés de intervención de manera significativa, llevó a cabo una operación de expansión cuantitativa en varias rondas, y compró bonos del gobierno de los Estados Unidos y valores con respaldo hipotecario para aumentar sus precios y disminuir los tipos de interés a largo plazo. La primera ronda de expansión cuantitativa, conocida como QE1, comenzó en 2008 y consistió en la compra de valores con respaldo hipotecario. En la segunda, QE2, iniciada a finales de 2010, se llevó a cabo la compra de 600.000 mil millones de valores del Tesoro. Esta ronda fue complementada por la denominada Operación Twist, programa de prórroga de vencimientos, en el que la Reserva Federal reemplazó letras del Tesoro que vencían en el corto plazo con valores y pagarés a largo plazo. La tercera ronda, QE3, fue aplicada en septiembre de 2012 y fue seguida por un anuncio de la Reserva Federal en diciembre de que continuaría comprando bonos del gobierno y valores respaldados

⁶ Turner (2013 : 24). Véase también Wolf (2013a).

⁷ El *Financial Times* (2012) informó que en el Banco de Inglaterra se estaba debatiendo la monetización directa del gasto público y recordó que, en lugar de realizar una oposición ideológica, al Banco de Inglaterra le corresponde ofrecer análisis pragmáticos y rigurosos sobre los beneficios y las desventajas de tales políticas.

por activos por un valor de 85.000 millones de dólares hasta que el desempleo se situara por debajo del 6,5% o la inflación superara el 2,5%.

No cabe duda de que estas intervenciones han ayudado a contener la crisis. Sin embargo, no han impedido únicamente que el patrimonio neto de los bancos se sitúe en cifras negativas, sino que han creado grandes oportunidades de beneficio para los mercados financieros y las instituciones. A finales de 2012, los bancos de los Estados Unidos habían recuperado sus niveles de beneficios anteriores a la crisis, con lo que alcanzaron la mejor posición obtenida desde 2006. La crisis también ha dado como resultado una mayor concentración en el sistema bancario de los Estados Unidos: los bancos denominados «demasiado grandes para quebrar» son ahora más grandes de lo que eran en vísperas de la crisis; los activos de los 5 bancos principales equivalen ahora al 55% del PIB de los Estados Unidos, comparado con el 43% que representaban 5 años atrás. En el mismo sentido, el mercado de valores prosperó mientras que el desempleo se disparó. El índice de referencia para las acciones estadounidenses, el índice medio Dow Jones de valores industriales, cerró con un máximo histórico a principios de marzo de 2013, con lo que superó el récord registrado en el año 2007, mientras que el índice S&P 500 se acercó a un máximo histórico de intradía a comienzos de abril de 2013.

Sin embargo, estas intervenciones no han logrado reducir el sobreendeudamiento, evitar ejecuciones hipotecarias o aumentar los créditos. El programa de rescate de activos en problemas (TARP, por sus siglas en inglés) se aplicó sin la exigencia de condiciones, como por ejemplo que los bancos aumentaran sus créditos. A su vez, el Tesoro de los Estados Unidos aprobó cuantiosas bonificaciones para ejecutivos de empresas que recibieron operaciones de rescate, pero no ha estado dispuesto a forzar a los bancos a condonar la deuda y a los tenedores de bonos a aceptar quitas con el fin de reducir las hipotecas de los hogares en concordancia con su capacidad de pago. Los dos programas voluntarios llevados a cabo para aliviar la carga de la deuda de los tenedores de hipotecas, el Programa de modificación de préstamos hipotecarios (HAMP, por sus siglas en inglés), creado para fomentar que los prestamistas reduzcan los pagos hipotecarios mensuales de los propietarios de viviendas en riesgo de ejecución hipotecaria, y el Programa de refinanciamiento de préstamos hipotecarios (HARP, por sus siglas en inglés), diseñado para ayudar a los propietarios de viviendas con un patrimonio negativo a refinanciar sus hipotecas, han tenido efectos muy limitados.

Es cierto que la deuda de los hogares cayó del 100% del PIB a principios de la crisis a menos del 90% a finales de 2012, pero esta mejoría obedece principalmente a la ejecución de hipotecas, por lo que refleja una reducción del patrimonio de los hogares. El valor de las viviendas de muchos hogares es inferior a los balances principales de sus hipotecas. Muchos de los que aún son propietarios de los hogares que adquirieron durante la burbuja de las hipotecas de alto riesgo, en los que todavía viven, siguen luchando contra grandes deudas y recortes, lo que constituye un gran obstáculo para el crecimiento fuerte de la demanda de los consumidores.

Este patrón de recuperación ha aumentado la diferencia de ingresos entre los ricos y los pobres. Según estimaciones recientes, entre 2009 y 2011, el ingreso real promedio por familia en los Estados Unidos creció un 1,7%, pero este aumento fue desigual. El ingreso del 1% superior de la población creció un 11,2 %, mientras que el

del 99% inferior disminuyó un 0,4% (Saez, 2012). Además, «el aumento del patrimonio neto de los hogares se concentró en los hogares más ricos, mientras que muchos hogares situados en las partes medias o bajas de la distribución han sufrido disminuciones en su patrimonio desde el comienzo de la crisis» (Bernanke, 2013). En la actualidad, los hogares situados en el medio perciben ingresos inferiores a los que obtenían en 1996. El gasto agregado se reduce, puesto que la clase media es más propensa a gastar que el 1% superior y es la «verdadera creadora de empleos», lo que enlentece la recuperación. También disminuyen los ingresos tributarios, sumamente necesarios para financiar las inversiones públicas que construyen la «fortaleza económica a largo plazo» (Stiglitz, 2013).

La ortodoxia fiscal también obstaculiza la recuperación de los Estados Unidos. No cabe duda de que la respuesta fiscal inicial al despalancamiento y reducción de los consumidores por medio de transferencias únicas (*Cash for Clunkers* –programa de entrega de dinero a cambio de automóviles chatarra–, cupones de alimentos, prórroga de las indemnizaciones por desempleo, entre otras) y los recortes impositivos aplicados para aumentar el gasto han limitado de manera significativa la desaceleración y han contribuido a iniciar el proceso de recuperación. Por ejemplo, se calcula que en 2010 los estímulos fiscales aumentaron el PIB real un 3,4%, redujeron la tasa de desempleo en 1,5 puntos porcentuales y agregaron 2,7 millones de empleos a las nóminas de Estados Unidos (Blunder y Zandi, 2010). Sin embargo, tan pronto como la economía comenzó a mostrar indicios de recuperación, se volvió a la ortodoxia fiscal. En 2013, el empleo en la administración pública cayó hasta situarse en 21,8 millones, tras haber alcanzado un máximo de 23 millones en mayo de 2010 (Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, 2013). Los recortes de empleos y gastos del sector público redujeron el crecimiento del PIB entre 0,6 y 0,8 puntos porcentuales durante 2011 y 2012.

Como observó el vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, «la política fiscal discrecional no ha contribuido mucho a la recuperación. En el año siguiente al fin de la recesión, la política fiscal discrecional a nivel federal, estatal y local impulsó el crecimiento al mismo ritmo que en recuperaciones pasadas. Sin embargo, en lugar de contribuir al crecimiento, tras esta crisis la política fiscal discrecional ha limitado la recuperación. Se sigue negociando la cuantía de los recortes del gasto que se llevarán a cabo a principios de marzo, y estimo que la política fiscal discrecional seguirá entorpeciendo la recuperación de la economía durante un tiempo, en lugar de fomentarla, como ha sido el caso en el pasado».

En efecto, los recortes fiscales han continuado en 2013. La legislación aprobada en 2011 como parte de un pacto sobre el tope de endeudamiento exigía la terminación de los recortes impositivos y de los seguros de indemnización por desempleo, así como un recorte de 1.200 millones de dólares en gastos discrecionales de defensa y no defensa durante los próximos 10 años (el llamado embargo presupuestario), lo que sería aplicado a partir de principios de 2013. De acuerdo con estimaciones realizadas por la Oficina Presupuestaria del Congreso de los Estados Unidos, la puesta en marcha de este acuerdo conllevó una disminución de 4 puntos porcentuales en el PIB en 2013, lo que ocasionó que la economía entrara en recesión. Se evitó parcialmente el denominado abismo presupuestario gracias a un acuerdo alcanzado a finales de 2012, en virtud del cual se garantizó un pequeño recorte

presupuestario que había sido planeado con antelación. Se estima que la expiración del impuesto sobre la nómina, los aumentos de la tasa impositiva marginal y los recortes del gasto por medio del embargo presupuestario ocasionarán una disminución de 2,1 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB (The Conference Board, 2013). Además, podrían aplicarse mayores ajustes presupuestarios una vez que comiencen las negociaciones sobre el presupuesto y el tope de endeudamiento en los próximos meses, lo que podría desacelerar aún más la recuperación (Goldman Sachs, 2013).

II.4. La crisis de la zona del euro: diagnóstico erróneo, remedios nocivos

Mientras que unas medidas inadecuadas en materia de políticas han frenado la recuperación en los Estados Unidos, las medidas de respuesta a la crisis en la zona del euro se han basado en un diagnóstico erróneo, lo que ha profundizado la recesión. En efecto, los países de la periferia de la zona del euro deben hacer frente a una crisis de deuda externa y de la balanza de pagos, resultado de un gasto interno y una contratación de préstamos del exterior excesivos, como ocurrió en varias economías en desarrollo en las últimas décadas. Contrariamente a lo que determinan los diagnósticos más extendidos, el rápido aumento del déficit de la balanza de pagos y de la deuda externa que se registró en el período anterior a la crisis no tuvo mucho que ver con unas políticas presupuestarias expansivas (Lapavitsas *et al.*, 2010; De Grauwe, 2010), puesto que, a excepción de Grecia, en todos los países afectados por la crisis se restringió la política presupuestaria después de 1999. Entre 2000 y 2007, España e Irlanda cumplieron los principios del Tratado de Maastricht mucho mejor que Alemania, ya que ambos países registraban superávits presupuestarios y coeficientes de endeudamiento inferiores (tabla 2). En efecto, los saldos presupuestarios de España e Irlanda presentaban mejores resultados que los de los otros miembros de la zona del euro, salvo por Luxemburgo y Finlandia. Portugal presentaba un déficit relativamente elevado, pero su coeficiente de endeudamiento no era muy superior al de Alemania.

Como observó Gros (2011), la deuda externa es un factor clave en la crisis de la zona del euro, y el hecho de que la atención se haya centrado en la deuda pública total ha inducido a errores. Bélgica tenía un coeficiente de endeudamiento público mucho más elevado que Portugal, España e Irlanda, pero no debió hacer frente a presiones, e incluso gozó de una prima de riesgo relativamente baja porque registraba un superávit en cuenta corriente sostenido y una posición neta de activos externos positiva. A su vez, Italia se vio menos afectada que otros países de la periferia debido a que presentaba un déficit en cuenta corriente mucho menor y que una gran proporción de su deuda pública es interna.

En la tabla 2, los países de la periferia presentan una característica común: todos registraban déficits en cuenta corriente más elevados que los de los otros países de la zona del euro en el período anterior a la crisis. En España e Irlanda, los déficits eran consecuencia de la insuficiencia de ahorro privado. Incluso en Grecia, los déficits en cuenta corriente aumentaron más rápidamente que los déficits presupuestarios como consecuencia de un auge del gasto privado. En 2007, el déficit en cuenta corriente de Grecia superaba el 14% del PIB, mientras que el déficit presupuestario era del 6%. Antes del estallido de la crisis, la deuda pública en los países de la periferia, salvo Grecia, registraba una tendencia a la baja, mientras que la deuda privada aumentaba. Gran parte de la deuda externa fue contraída por el sector

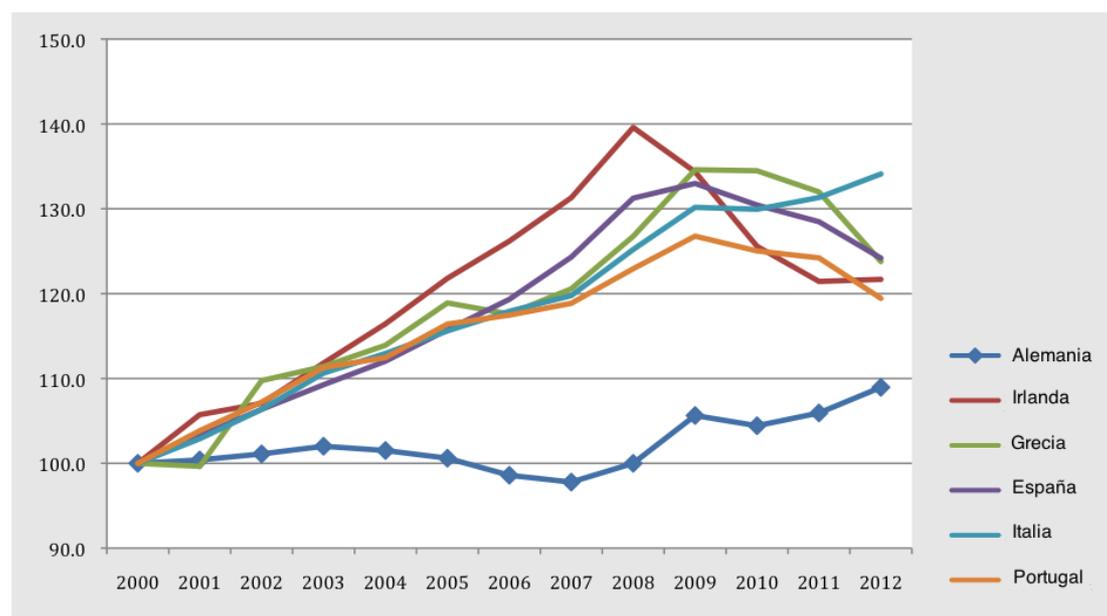
privado. En Grecia, tan solo la mitad de la deuda externa era soberana y esta proporción era incluso más pequeña en Portugal y España.

Cuadro 2: Deuda y déficits en la zona del euro antes de la crisis
(porcentaje del PIB)

	<u>Saldo presupuestario (2000-07)</u>	<u>Deuda pública (2007)</u>	<u>Saldo privado (2000-07)</u>	<u>Saldo en cuenta corriente (2000-07)</u>
Grecia	-5,6	107,3	-2,8	-8,4
Italia	-3,0	103,3	+2,4	-0,6
Portugal	-4,1	68,3	-5,2	-9,3
España	+0,4	36,3	-6,2	-5,8
Irlanda	+1,4	25,0	-3,3	-1,9
Alemania	-2,3	65,4	+5,5	+3,2

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (abril de 2013) y FMI (2013b).

Gráfico 1: Costos laborales unitarios en la zona del euro
(2000=100)

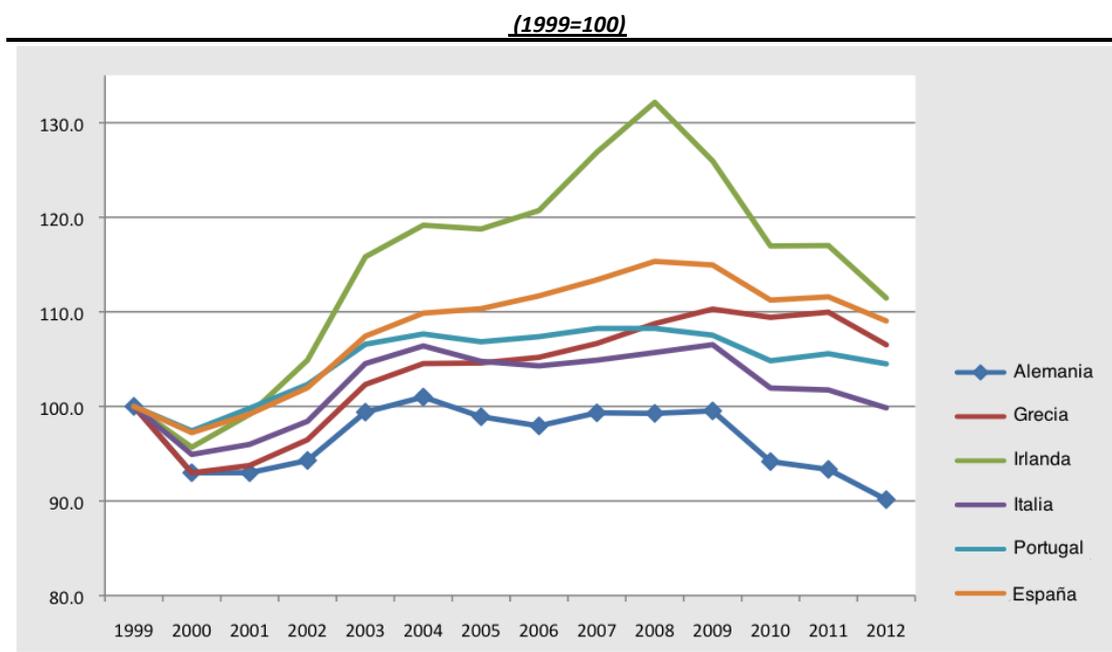


Fuente: Eurostat

Dos factores interrelacionados desempeñaron un papel importante en el rápido aumento de los déficits en cuenta corriente y el crecimiento de la deuda externa en los países de la periferia. En primer lugar, tras concluirse la unión monetaria, los salarios y precios variaron de manera muy dispar entre los países de la periferia y los países centrales. Entre 2000 y 2007, Alemania no alcanzó sus objetivos en materia de inflación y sus costos laborales unitarios disminuyeron, mientras que los países de la periferia superaron sus metas inflacionarias y sus costos laborales unitarios aumentaron (gráfico 1). La superioridad de la competitividad alemana no siempre fue

el resultado de un crecimiento superior de la productividad, puesto que la disminución de los salarios ha desempeñado un papel fundamental. Por ejemplo, entre 2000 y 2007, la productividad del trabajo real por hora trabajada creció en promedio un 1,6% por año en Alemania, mientras que en Irlanda y Grecia creció un 2,3% y un 2,6%, respectivamente⁸. Desde comienzos de la década de 2000, Alemania se ha propuesto llevar a cabo un proceso de «desinflación competitiva», manteniendo los salarios reales y el consumo privado prácticamente estancados y recurriendo cada vez más a las exportaciones como motor del crecimiento (Akyüz, 2010; Palley, 2013). En cambio, en los países de la periferia, los salarios aumentaron más que la productividad, lo que ocasionó una apreciación del tipo de cambio efectivo real y una pérdida de competitividad (gráfico 2). Esto provocó un aumento brusco de las importaciones, sobre todo respecto de otros países de la UE, pero también del resto del mundo, en especial China (Chen y otros. 2012).

Gráfico 2: Tipo de cambio efectivo real



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Este proceso fue estimulado en gran medida por el fuerte crecimiento de las corrientes de capital desde los países centrales hacia los países de la periferia, lo que incluye préstamos de bancos alemanes, desencadenado por la moneda común y la abundante liquidez internacional (Sinn, 2011). Las corrientes de capital impulsaron el auge de la demanda interna, redujeron el ahorro privado y aumentaron los déficits en cuenta corriente en los países de la periferia⁹. También contribuyeron a que Alemania aumentara sus exportaciones y a que, por consiguiente, mantuviera un nivel de actividad superior a lo que permitía su demanda interna. Al igual que sucedió en

⁸ Cifras extraídas del índice de costos laborales del Eurostat, *Labour Productivity Annual Data*. Última actualización el 7 de marzo de 2013.

⁹ Para obtener mayor información sobre el papel del ahorro privado y la inversión en el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente y el ajuste en los países de la periferia, consulte a Atoyan y otros. (2013).

América Latina a comienzos de la década de los años ochenta, una perturbación externa proveniente de los Estados Unidos puso fin a este proceso de acumulación de deuda. Esta vez se trató de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, que desencadenó el pánico entre los acreedores y ocasionó una reducción significativa de los créditos.

Las políticas monetarias adoptadas en respuesta a la crisis de la zona del euro han seguido, a grandes rasgos, la misma orientación que las políticas adoptadas en los Estados Unidos, aunque la crisis no ha sido tan grave. Además de disminuir significativamente la tasa de interés de intervención, el BCE ha puesto en marcha varias rondas de expansión cuantitativa, en las que ha inyectado liquidez en los bancos y ha adquirido bonos del Estado con el fin de aumentar sus precios y disminuir los costos de los préstamos para los deudores en dificultades. En marzo de 2010, flexibilizó las exigencias en materia de garantías para la concesión de préstamos a los bancos, y aceptó bonos del Estado con baja calificación, así como valores respaldados por activos. Luego, en mayo del mismo año, se adoptó el Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), en virtud del cual el BCE adquirió bonos del Estado en mercados secundarios, una iniciativa que desató polémica respecto de la disposición de no rescate establecida por el Tratado de Lisboa en 2007. A finales de 2011, el BCE llevó a cabo una operación de financiación a plazo más largo (OFPML), para otorgar a los bancos préstamos a tres años a bajos tipos de interés, lo que les permitía adquirir bonos del Estado de alto rendimiento y obtener amplios diferenciales, sobre todo en España e Italia. A mediados de 2012, poco después de que el Presidente del BCE, Mario Draghi, reafirmó que haría lo que «fuera necesario» para salvar la moneda común, el BCE anunció que llevaría a cabo Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) en mercados secundarios de bonos del Estado bajo ciertas condiciones. Aunque estas operaciones aún no se han puesto en marcha, han creado una ola de optimismo en los mercados financieros.

También se crearon varios fondos de rescate en respuesta a la crisis. El primero, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), creado en mayo de 2010, emitió bonos garantizados por el Estado con el fin de recaudar 440.000 millones de euros, que serían prestados a los países afectados por la crisis en el marco de un programa de 750.000 millones de euros acordado con el FMI. Standard and Poor's rebajó la calificación de estos bonos cuando Francia y Austria, dos garantes importantes, perdieron su calificación triple A. El FEEF fue puesto en marcha junto con el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), un fondo de emergencia autorizado a contraer préstamos de hasta 60.000 millones de euros, con el respaldo del presupuesto de la UE. En marzo de 2011, se acordó la creación del Mecanismo de Estabilidad Europea (MEDE), un fondo de rescate permanente que reemplazaría tanto al FEEF como al MEEF.

Estos fondos han sido utilizados para mantener a los deudores al día con sus pagos a los acreedores y evitar el impago, y para disminuir los costos de los préstamos mediante la compra de bonos en mercados secundarios. De momento, la mayor operación de rescate se ha llevado a cabo en Grecia (alrededor de 170.000 millones de euros), seguida de Portugal (78.000 millones de euros), Irlanda (68.000 millones de euros) y España (42.000 millones), y aún queda por finalizarse el rescate de Chipre, que oscila entre los 17.000 y los 23.000 millones de euros (Fidler, 2013). Si bien esporádicamente se ha hecho alusión a la necesidad de involucrar a los acreedores en la resolución de la crisis, las iniciativas tomadas en este aspecto han

aliviado muy poco a los deudores. A principios de 2012, Grecia recibió préstamos destinados a la recompra de la deuda con el fin de transformar bonos a corto plazo con altos tipos de interés en bonos a largo plazo con bajos tipos de interés y de reducir el volumen de la deuda mediante una reestructuración de la deuda voluntaria, lo que fue propuesto como medida puntual por la UE. La reestructuración incluía la recompra de deuda privada con una quita del 53,5%, impuesta al amparo de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) en bonos emitidos internacionalmente y con efectos retroactivos sobre los bonos nacionales.

Sin embargo, estas medidas no han logrado eliminar el sobreendeudamiento en Grecia. Un tercio de la deuda con quita pertenecía a bancos griegos y la operación exigía una recapitalización, por lo que se tuvieron que contraer nuevos préstamos, lo que aumentó la deuda pública. Estas medidas también ocasionaron grandes pérdidas a los tenedores de bonos en Chipre, en especial a los bancos, que ascendieron a los 4.500 millones de euros, lo que elevó la cuantía del programa de rescate subsiguiente que se aplicó en ese país. En general, se reconoce que Grecia necesita una condonación de la deuda más elevada. Sin embargo, en la actualidad, el 70% de su deuda pública está en manos del sector oficial, lo que incluye el FEEF, el BCE, el FMI, los bancos centrales nacionales y otros gobiernos de la zona del euro, y el BCE y Alemania se oponen a la condonación de esta deuda. El acuerdo alcanzado con Grecia en noviembre de 2012 fue una medida provisional destinada a impedir el impago, por lo que no permitió que se flexibilizara la austeridad.

Si bien se suele reconocer la necesidad de involucrar a los acreedores privados en la resolución de la crisis, sobre todo en Alemania, no se han adoptado medidas coherentes para que los acreedores y los depositantes asuman las pérdidas en los países afectados por la crisis, y la política ha interferido en reiteradas ocasiones a este respecto. En Irlanda y España, donde la crisis se originó en el sistema bancario, los acreedores y los depositantes de bancos en problemas han logrado salir de la situación sin sufrir quitas¹⁰. Irlanda otorgó una cobertura ilimitada a sus depositantes bancarios (así como a tenedores de deuda bancaria de otro tipo) lo que, incidentemente, ocasionó un desvío de los depósitos desde otros miembros de la UE, en especial de Gran Bretaña, pero también desencadenó un aumento de la deuda pública. El programa de rescate de Grecia tampoco impuso medidas sobre los depositantes, tanto nacionales como del exterior. En la mayoría de estos casos, las operaciones de rescate consistieron en cuantiosas cantidades de dinero destinadas a apuntalar y recapitalizar los bancos.

En cambio, en Chipre, el programa inicial de rescate preparado por la UE y el FMI a principios de 2013 preveía un gravamen sobre todos los depósitos, lo que incluía a los depósitos garantizados de menos de 100.000 euros, con el fin de recaudar 7.000 millones de euros de los 17.000 millones que se estimaba que eran necesarios para la recapitalización de los bancos y el financiamiento del sector público. El parlamento de Chipre rechazó estas medidas, y a finales de marzo de 2013 se acordó un nuevo programa, según el cual se eliminaría el gravamen sobre los depósitos pero se cerraría el segundo banco más importante del país. Los depósitos garantizados fueron protegidos, pero los depósitos superiores a 100.000 euros fueron transferidos y

¹⁰ Sin embargo, los tenedores de deuda híbrida (valores con instrumentos tanto de deuda como de capital) sufrieron quitas; ver Hay y Unmack (2012).

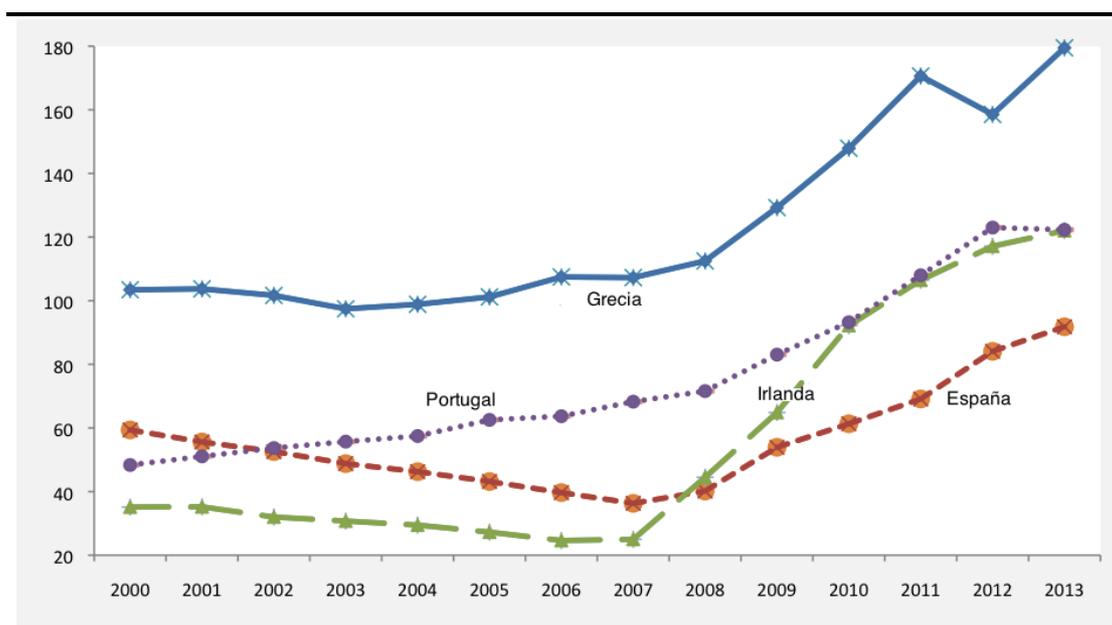
congelados para ser utilizados en la recaudación de fondos del programa de rescate. Se estima que los tenedores de estos depósitos, la mayoría ciudadanos rusos, perdieron hasta un 50% de sus balances, y se prevé que tantos los tenedores de bonos simples como de bonos subordinados sufran grandes pérdidas. A su vez, se han impuesto restricciones sobre el retiro de depósitos y los movimientos de capital. A mediados de abril de 2013, el costo del programa de rescate aumentó de los 17.000 millones de euros previstos a 23.000 millones de euros, en un país con un PIB de 18.000 millones de euros. Más de la mitad de los costos del rescate sería asumida por los propios chipriotas y por los depositantes extranjeros en sus bancos. La austeridad exigida por la troika ha sido superior a lo impuesto en Grecia. En el informe *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril de 2013), elaborado por el FMI, no se proporcionan cifras respecto del crecimiento previsto en Chipre en 2013 y 2014. No obstante, se prevé que la contracción económica alcanzará cifras de dos dígitos.

Si bien el programa ha impedido el colapso total del sector bancario de Chipre y la consiguiente salida del país de la zona del euro, ha disminuido la confianza en la habilidad de las autoridades de la zona del euro para manejar la crisis y en la seguridad de los depósitos garantizados en toda Europa. También ha aumentado la brecha entre el Norte y el Sur. La crisis está lejos de resolverse, puesto que las medidas de austeridad ocasionarán probablemente una recesión profunda y prolongada en el país. Como consecuencia del programa, el coeficiente de endeudamiento es de 140% del PIB y es probable que se apliquen programas de rescate adicionales en el futuro. Es difícil que el país evite el impago sin una condonación significativa de la deuda.

Un problema clave que enfrenta la zona del euro son las consecuencias desestabilizadoras de la relación entre la deuda pública y privada. En países como España e Irlanda, los gobiernos han tenido que tomar medidas para rescatar a bancos muy endeudados, lo que ha elevado significativamente la deuda pública y ha aumentado sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, se espera que estos mismos bancos desempeñen una función importante en el financiamiento de gobiernos muy endeudados. Al no poder imprimir moneda nacional, la habilidad de los gobiernos para rescatar bancos y monetizar su propia deuda es limitada. Este problema se ve agravado por la tendencia (intra zona del euro) de los prestatarios internacionales de retirar sus fondos de países afectados por la crisis. Una solución para este problema podría haber sido desacoplar la deuda pública de la privada poniendo fin a los rescates de bancos por parte de gobiernos naciones e instaurando un mecanismo de resolución integral de la situación bancaria de la zona del euro, que incluyera la recapitalización, la liquidación y que los acreedores privados asumieran las pérdidas¹¹.

¹¹ Para leer una propuesta sobre un marco bancario unificado, consulte Burda y *otros*. (2012).

Gráfico 3: Deuda pública como porcentaje del PIB



Fuente: FMI (2013b).

Los coeficientes de endeudamiento público con relación al PIB han aumentado en los cuatro países de la periferia como resultado de graves recesiones y persistentes tipos de interés elevados (gráfico 3). En España e Irlanda, la tendencia a la baja de los coeficientes de endeudamiento se ha revertido, y en Portugal el aumento se ha acelerado desde 2008. El coeficiente de endeudamiento de Grecia ha comenzado a aumentar nuevamente tras registrar una disminución ocasionada por la condonación parcial de la deuda. Un problema importante surge cuando la relación de deuda respecto del PIB es elevada y el tipo de interés real sobre la deuda supera la tasa de crecimiento del PIB por un margen considerable, puesto que la cuantía del superávit primario necesaria para estabilizar el coeficiente de endeudamiento es bastante elevada. Recortes realizados sobre el presupuesto primario (sin intereses), con el fin de alcanzar esta cuantía, ocasionarían una contracción considerable del producto debido a los multiplicadores fiscales relativamente importantes mencionados anteriormente, lo que haría la labor aún más difícil¹². Por consiguiente, los coeficientes de endeudamiento en España e Irlanda, que se situaban muy por debajo del umbral del 60% en vísperas de la crisis, han alcanzado en la actualidad el 100% y el 120%, respectivamente. Por el mismo motivo, la reducción del déficit presupuestario no siempre ha dado como resultado un déficit como porcentaje del PIB

¹² El superávit de presupuesto primario necesario para estabilizar el coeficiente de endeudamiento está dado por $p = [(r - g)/(1 + g)]d$, donde p es el coeficiente de superávit de presupuesto primario respecto del PIB; r es el tipo de interés real; g es la tasa de crecimiento del PIB y d es el coeficiente de endeudamiento respecto del PIB (Akyüz, 2007). España, con un coeficiente de endeudamiento del 100%, una tasa de crecimiento negativa y un tipo de interés real superior al 5%, necesitaría generar un superávit de presupuesto primario de al menos un 5% del PIB para estabilizar su coeficiente de endeudamiento, aunque los recortes presupuestarios no afecten el crecimiento. Grecia, con un coeficiente de endeudamiento mucho más elevado, una diferencia aún mayor entre el tipo de interés real y la tasa de interés, enfrenta una tarea incluso más difícil. Ninguno de estos países ha registrado superávits cercanos a estas cifras en los últimos años, ver FMI (2012B: tabla estadística 2).

inferior. En Grecia, el déficit aumentó del 9,5% del PIB que registraba en 2011 a un 10% en 2012, y en Portugal pasó de un 4,4% ciento a un 6,4%.

La estrategia de aumentar la deuda externa y disminuir el crecimiento por medio de recortes presupuestarios no puede dar resultado si la deuda existente no puede abonarse por completo. Este es el motivo principal por el cual el Plan Baker, basado en el aplazamiento de los vencimientos y en préstamos concertados otorgados por bancos, y el suministro de nuevas fuentes de financiamiento por parte de las Instituciones de Bretton Woods, y puesto en marcha con la condición de que se aplicaran recortes presupuestarios y reformas anticíclicas orientadas al mercado en 15 países muy endeudados, no logró resolver la crisis de la deuda de los años ochenta en América Latina (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo – UNCTAD-, *Informe sobre el comercio y el desarrollo 1988*, -TDR, por sus siglas en inglés- capítulo 4).

Teniendo en cuenta el papel fundamental que desempeñaron la deuda externa y los déficits en la crisis de la zona del euro, el ajuste de la balanza de pagos, así como la reestructuración de la deuda son indispensables para que los países de la periferia logren una situación sostenible de la balanza de pagos, basada en el aumento de las exportaciones. A este respecto, los países de la periferia enfrentan la dificultad de estar circunscritos a una moneda cuyo tipo de cambio nominal está fuera de su control. Por consiguiente, la única manera de recuperar la competitividad es por medio de recortes en los salarios. La Argentina debió hacer frente a esta situación en 1990, cuando había fijado el valor del peso respecto del dólar en virtud del Plan de Convertibilidad. En sus observaciones sobre las perspectivas de la Argentina, El TDR de la UNCTAD (1995:90) afirmó que «la interrogante principal respecto de la Argentina es cuánto desempleo será necesario para mejorar la competitividad, dado que ha excluido la posibilidad de utilizar el que suele ser el instrumento de política más potente para dicho fin, es decir, el tipo de cambio, y si dicho desempleo será políticamente aceptable».

De momento, los países de la periferia con monedas sobrevaloradas han alcanzado un cierto nivel de devaluación interna y de ajuste de costos laborales unitarios por medio de la disminución de los salarios (gráficos 1 y 2). También lograron mejoras significativas en sus cuentas corrientes entre 2007 y 2012, puesto que España y Portugal redujeron sus déficits del 10% a entre el 1% y el 2% del PIB, Grecia del 15% al 3%, mientras que Irlanda pasó de tener un déficit del 6% a tener un superávit del 5%. Sin embargo, muchas de estas mejoras han sido el resultado de una contracción económica y de recortes en la inversión privada y las importaciones (Atoyan, y *otros.*, 2013). El nivel de desempleo tendría que mantenerse elevado para que los salarios se mantengan bajo control y para que los costos laborales unitarios y los tipos de cambio reales sigan disminuyendo. Este podría desencadenar una grave polémica a nivel político y social, lo que finalmente conllevaría al impago, como ocurrió en la Argentina, y a la salida de la moneda única¹³.

Un ajuste de la deuda externa y de los déficits en los países de la periferia, orientado hacia el crecimiento económico, depende en gran medida de un ajuste de

¹³ Técnicamente, la salida de la Argentina del Plan de Convertibilidad fue sencilla en comparación con la salida de un país de la periferia del euro, puesto que la Argentina tenía una moneda nacional en circulación.

los superávits en los países de la zona del euro. Alemania necesita un crecimiento más rápido de los salarios y un aumento, aunque moderado, de la inflación para apreciar su tipo de cambio real. Debe abandonar la austeridad presupuestaria y crear demanda para contribuir al ajuste orientado hacia las exportaciones en los países de la periferia. Este ajuste debería estar enfocado a recuperar la competitividad, no mediante un aumento del desempleo y el recorte de los salarios, sino por medio de un aumento de la productividad impulsada por la inversión. Sin embargo, no parece probable que esto ocurra con la orientación actual de las políticas. Por consiguiente, si se continúa manteniendo la austeridad, la fatiga causada por el ajuste podría ocasionar que reaparezca el riesgo de impago y de salida de la moneda común en la zona del euro.

II.5. ¿Precisa la zona del euro de otros para resolver la crisis?

La zona del euro ha buscado ayuda internacional para resolver la crisis, y ha instado a las principales economías emergentes a que inviertan, entre otras cosas, en la deuda de los países más afectados por la crisis de manera directa o por medio de instrumentos especialmente creados por el FEEF. No cabe duda de que las economías en desarrollo están muy interesadas en que en la crisis de la zona del euro se resuelva rápidamente, habida cuenta de sus repercusiones desfavorables. Sin embargo, desde un punto de vista ético, la zona del euro no puede pedirle a las economías en desarrollo que inviertan sus reservas, obtenidas con mucho esfuerzo o prestadas, en bonos europeos denominados en euros, cuando tiene todos los medios para resolver esta crisis entre los deudores y los acreedoras de la zona del euro, al tener la potestad de emitir una moneda de reserva internacional. Una inversión de este tipo conllevaría grandes riesgos para las economías en desarrollo, teniendo en cuenta la incertidumbre que ronda la solvencia de algunos de los países muy endeudados de la zona del euro. También podría aumentar el riesgo de cambio para las economías en desarrollo al aumentar la proporción de los activos denominados en euros en las reservas.

El FMI se ha involucrado profundamente en la resolución de la crisis de la zona del euro. Europa ya registra una gran proporción de la exposición crediticia total del FMI. A finales de 2011, los Estados miembros de la UE decidieron otorgar préstamos bilaterales al FMI por un total de 200.000 millones de euros. En la reunión del FMI de abril de 2012, varios de sus Estados miembros, incluidas algunas de las principales economías en desarrollo, se comprometieron a contribuir con 430.000 millones de euros, lo que elevó la capacidad de concesión de préstamos de la institución a 1 billón. Esta cifra igualaba la cuantía del propio fondo de rescate de Europa. Si bien se afirma que el nuevo dinero es accesible a todos los miembros, las nuevas contribuciones obedecen principalmente a la extensión de la crisis de la zona del euro a sus miembros principales, y a la necesidad de responder a un posible desplome financiero en la región y de crear un cortafuegos mundial.

La concesión excesiva de créditos por parte del FMI en la zona del euro es problemática por varios motivos. La zona del euro no necesita un prestamista internacional de última instancia, puesto que es tiene la potestad de emitir liquidez internacional. El euro no es una moneda de reserva externa adoptada por muchos países, sino la creación de una unión económica sumamente integrada como moneda de reserva, que compite con el dólar. El euro no está bajo presión porque la zona del euro enfrente problemas de financiamiento externo del tipo que normalmente necesita la asistencia del FMI. Por el contrario, la zona del euro registra un superávit de la

balanza de pagos y es acreedora respecto del resto del mundo. Aun así, solicita la ayuda de estos países para resolver su crisis interna.

El argumento del riesgo moral que se utiliza para debatir los rescates al seno de la zona del euro también se aplica a los rescates del FMI. Más importante aún, préstamos a gran escala otorgados en virtud de programas de ajuste no realistas, que no pueden asegurar la sostenibilidad de la deuda –una condición indispensable para los préstamos del FMI–, pueden poner en riesgo la integridad financiera del FMI. En caso de un impago de sus prestatarios, el FMI no tiene una condición de acreedor privilegiado de jure en términos legales. La zona del euro ha trasladado al FMI los riesgos asociados con los rescates, lo que incluye a sus accionistas más pobres, al prestarle dinero al FMI a fin de permitirle a este prestarle a los miembros de la zona del euro en problemas, en lugar de prestarles directamente. El riesgo para el FMI se ve agravado por el hecho de que el Fondo se encuentra cada vez más apalancado, es decir, los préstamos que ha contraído han aumentado rápidamente en relación con su cuota de suscripciones. Además, al FMI le será difícil mantener en la práctica una condición de acreedor privilegiado y obtener la tan necesaria amortización de la deuda si sigue otorgando préstamos a los países de la zona del euro con el fin de que se mantengan al día con sus deudas con acreedores privados. Todos estos motivos podrían explicar por qué el FMI ha endurecido su postura con respecto a su participación en los programas de rescate de la zona del euro, como se pudo observar en el caso de Chipre.

III. REPERCUSIONES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

III.1. El debate del desacoplamiento

Antes del estallido de la crisis, los países en desarrollo experimentaron un crecimiento excepcional del PIB, con un promedio sin precedentes del 7,5% anual entre 2000 y 2008, mientras que, en las economías avanzadas, el crecimiento se mantuvo relativamente débil. Por lo general, esto fue interpretado como un desacoplamiento del Sur con respecto al Norte, incluso por el FMI. Es de suponer que el desacoplamiento, en este sentido, no implica que el Sur se haya independizado económicamente del Norte, ya que esta afirmación resultaría exagerada dada la mayor integración mundial de los países en desarrollo. Significaría, en cambio, que los países en desarrollo han aumentado su capacidad de mantener el crecimiento, independientemente de las posiciones cíclicas de las economías avanzadas, al aplicar políticas nacionales adecuadas y al adaptarlas de modo a que puedan neutralizar los efectos derivados de la situación en el Norte

El concepto del desacoplamiento se analizó en un informe de Yilmaz Akyüz publicado en 2012. Como demuestran varios de los autores que se citan en dicho documento, los ciclos económicos, en el sentido de las desviaciones respecto del producto tendencial o el producto potencial, siguen guardando mucha correlación. Con respecto a una interrogante más fundamental, de si hubo un alza en el crecimiento tendencial (o potencial) de los países en desarrollo con respecto a las economías desarrolladas, se concluyó que la aceleración del crecimiento de los países en desarrollo registrada en el periodo anterior a la crisis no fue el resultado de una mejora de las variables fundamentales de la economía, sino de unas condiciones económicas mundiales excepcionalmente favorables pero insostenibles, entre las que

se puede citar el incremento de las exportaciones hacia las economías desarrolladas, el auge de las corrientes de capital, de las remesas y de los precios de los productos básicos (consecuencia en gran medida de las burbujas inmobiliarias y de consumo en los Estados Unidos y Europa), el aumento rápido de la liquidez internacional y las tasas de interés históricamente bajas.

En los primeros meses de la crisis, las previsiones indicaban que los países en desarrollo se desacoplarían una vez más de las dificultades que enfrentaban las economías avanzadas. El FMI subestimó no solo la magnitud de la crisis, sino también las repercusiones que esta tendría sobre los países en desarrollo, al afirmar que la dependencia del Sur respecto del Norte en términos de crecimiento se había reducido significativamente (*FMI, Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2007 y *Perspectivas de la economía mundial abril de 2008*). Tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el panorama económico mundial se deterioró en todos los aspectos que anteriormente habían sostenido el crecimiento en los países en desarrollo, lo que ocasionó una fuerte desaceleración en varios de estos países. Sin embargo, poco después, experimentaron una rápida recuperación, iniciada en 2009, como resultado de la aplicación de fuertes políticas anticíclicas, posible gracias a la mejora de la situación presupuestaria y de la balanza de pagos durante la fase temprana de la expansión. Las políticas monetarias aplicadas en respuesta a la crisis por parte de los Estados Unidos y Europa también contribuyeron a la recuperación de los países en desarrollo, al redirigir las corrientes de capital hacia esos países, tras la paralización repentina y la salida brusca que había sido desencadenada por el colapso de Lehman Brothers.

La combinación de la desaceleración en las economías avanzadas y la fuerte recuperación en el Sur fue interpretada, una vez más, como un desacoplamiento. Sin embargo, no pudo mantenerse el impulso inicial experimentado en los países en desarrollo. Si bien desde 2009 las condiciones en los mercados financieros mundiales y de productos básicos se han mantenido en general favorables, la fuerte tendencia al alza de las corrientes de capital y de los precios de los productos básicos ha llegado a su fin, y las exportaciones hacia las economías avanzadas han disminuido considerablemente. Además, los efectos puntuales de las políticas anticíclicas en los países en desarrollo han comenzado a desaparecer y la libertad de acción para la adopción de políticas expansionistas adicionales se ha reducido de manera significativa. A excepción de China, las limitaciones en materia presupuestaria y de balanza de pagos comenzaron a afectar a la mayoría de los países en desarrollo como resultado del cambio hacia un crecimiento impulsado por la demanda interna, lo que conllevó un ajuste presupuestario¹⁴. Por consiguiente, tras registrar una fuerte recuperación en 2010, el crecimiento en los países en desarrollo disminuyó tanto en 2011 como en 2012. Asia, la región en desarrollo más dinámica, registró en 2012 un crecimiento unos cinco puntos porcentuales menor que el alcanzado antes de la crisis, mientras que en América Latina el crecimiento se redujo a la mitad.

En la actualidad, el FMI ha refinado su postura respecto de la cuestión del desacoplamiento, al volver a tratar el tema en su informe *Perspectivas de la economía*

¹⁴ Ortiz y Cummins (2013) muestran que muchos de los países en desarrollo se adhirieron a la austeridad presupuestaria después de 2010 y que los recortes prematuros del gasto comenzaron a expandirse. Se prevé que la consolidación fiscal se intensifique considerablemente en 2013.

mundial (octubre de 2012: capítulo 4) con el título «¿Perdurará la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?». En un análisis cuantitativo, en el que se agrupó a más de 100 mercados emergentes y economías en desarrollo (con ingresos per cápita que oscilan entre los 200 y los 20.000 dólares) y se examinó su evolución en los últimos 60 años, el FMI ha concluido que «el desempeño durante la última década fue tan favorable que por primera vez las economías de mercados emergentes y en desarrollo gozaron de una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones más pequeñas. Las razones son la solidez de las políticas adoptadas (que da cuenta de alrededor de tres quintas partes de la mejora del desempeño) y la menor incidencia de shocks externos e internos (que da cuenta de las otras dos quintas partes)». (*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2012:143. Cursiva en el original).

El FMI ha concluido que las políticas sólidas que mejoraron el desempeño de los países en desarrollo incluyeron «una mayor libertad de acción de la política económica (caracterizada por un bajo nivel de inflación y de posiciones fiscales y externas favorables) creada por el fortalecimiento de los marcos de política económica (adopción de políticas anticíclicas, metas de inflación y regímenes cambiarios flexibles)». No se halló un vínculo estrecho entre factores estructurales como la estructura de los intercambios comerciales, la apertura financiera, las corrientes de capital y la distribución del ingreso, y la resiliencia de los países en desarrollo.

El Fondo pasa por alto el papel de las perturbaciones externas *positivas*, que pueden estimular el crecimiento y crear una mayor libertad de acción de la política en los países en desarrollo, y centra su atención en la ausencia de perturbaciones adversas fuertes. Numerosos ejemplos, citados en el informe de Akyüz (2012), confirman que la mejora del desempeño de los países en desarrollo exportadores de productos básicos, que representa gran parte de la aceleración registrada en el Sur después de 2002, fue el resultado de un auge simultáneo de los precios de los productos básicos y de las corrientes de capital, que también crearon una mayor libertad de acción para la adopción subsiguiente de políticas anticíclicas en respuesta a las consecuencias de la crisis. Estas perturbaciones *positivas* explican mejor el desempeño excepcional de muchos países en desarrollo en la última década que la adopción de unas «buenas» políticas ortodoxas, como la fijación de objetivos de inflación, la inflación de un solo dígito y los tipos de cambio flexibles.

Desde 2011, el FMI ha realizado constantemente proyecciones exageradas del crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo. En el informe *Perspectivas de la economía mundial*, publicado abril de 2011, el FMI previó un crecimiento del 6,5% para 2012, revisado a la baja al 6,1% en septiembre de 2011, al 5,7% en abril de 2012 y al 5,3% en octubre de 2012. En *Perspectivas de la economía mundial*, publicado en abril de 2013, el FMI calculó que el resultado de crecimiento en estos países había sido del 5,1%, es decir, 1,5 puntos porcentuales por debajo de su proyección original, y reconoció la posibilidad de que «el reciente incumplimiento de los pronósticos es un síntoma de problemas estructurales más profundos» (página 19), lo que conllevó que revisara a la baja las perspectivas a mediano plazo para estas economías (páginas 22 y 23). En otro informe, el FMI estima que, en promedio, la tasa de crecimiento potencial de los países en desarrollo del Hemisferio Occidental se sitúa apenas por encima del 3%, una cifra muy inferior a la necesaria para alcanzar un

auténtico «auge del Sur» y los niveles de crecimiento de las economías avanzadas¹⁵, y reconoce que la tasa de crecimiento superior al crecimiento potencial alcanzada durante el periodo entre 2003 y 2012 no es sostenible sin la aplicación de cambios fundamentales (FMI, 2013).

III.2. Corrientes de capital privadas y repercusiones financieras

La crisis financiera de las economías avanzadas ha ocasionado una inestabilidad considerable de la entrada de capitales privados, de los diferenciales de rendimiento, de las cotizaciones de las acciones y de los tipos de cambio en los países en desarrollo. El aumento de la entrada de capitales en los países en desarrollo que se había iniciado a principios de la década de 2000, debido a los recortes significativos de las tasas de interés y al rápido aumento de liquidez en las economías avanzadas, continuó sin interrupciones en los primeros meses de la crisis. Sin embargo, la «huida hacia la seguridad» desencadenada por el colapso de Lehman Brothers conllevó una repentina paralización e inversión de las corrientes de capital, lo que ocasionó una fuerte presión a la baja de los tipos de cambio y de los precios de los activos¹⁶. Una integración más estrecha con los principales centros financieros y el aumento de los activos y los pasivos de los países en desarrollo frente a las economías avanzadas aumentaron la transmisión de las tensiones financieras a los mercados de activos, bancarios y de divisas. La crisis también ocasionó una reducción de los créditos en los países en desarrollo, resultado de una disminución de los préstamos bancarios internacionales y de los préstamos locales por parte de filiales de bancos extranjeros en los países en desarrollo, y reducciones de los préstamos transfronterizos interbancarios de financiamiento por parte de los bancos nacionales (Cetorelli y Goldberg, 2010).

Si bien la entrada de capitales privados volvió a aumentar a principios de 2009, gracias a una disminución significativa de las tasas de interés, a las expansiones cuantitativas aplicadas por las economías avanzadas y a un cambio en la percepción de riesgo, han perdido el impulso que presentaban antes de la crisis y se han vuelto inestables y desiguales. A finales de 2012, se encontraban por debajo del máximo alcanzado en 2007 en términos nominales. La caída fue aún más pronunciada en términos de su porcentaje respecto del PIB del país receptor, ya que este pasó del 8,5% en 2007 al 4%, es decir, un nivel similar al registrado durante la década de los noventa (gráfico 4). Las corrientes netas destinadas al financiamiento de la cuenta corriente y la acumulación de reservas representan un porcentaje muy inferior, menos del 1% del PIB, como resultado de la salida de capitales de residentes de los países en

¹⁵ Se preveía que el crecimiento potencial de los Estados Unidos antes de la crisis sería del 2,5%, pero la Gran Recesión conllevó que se redujera esta cifra al 2,2%; Bernanke (2012) y Wessel (2012).

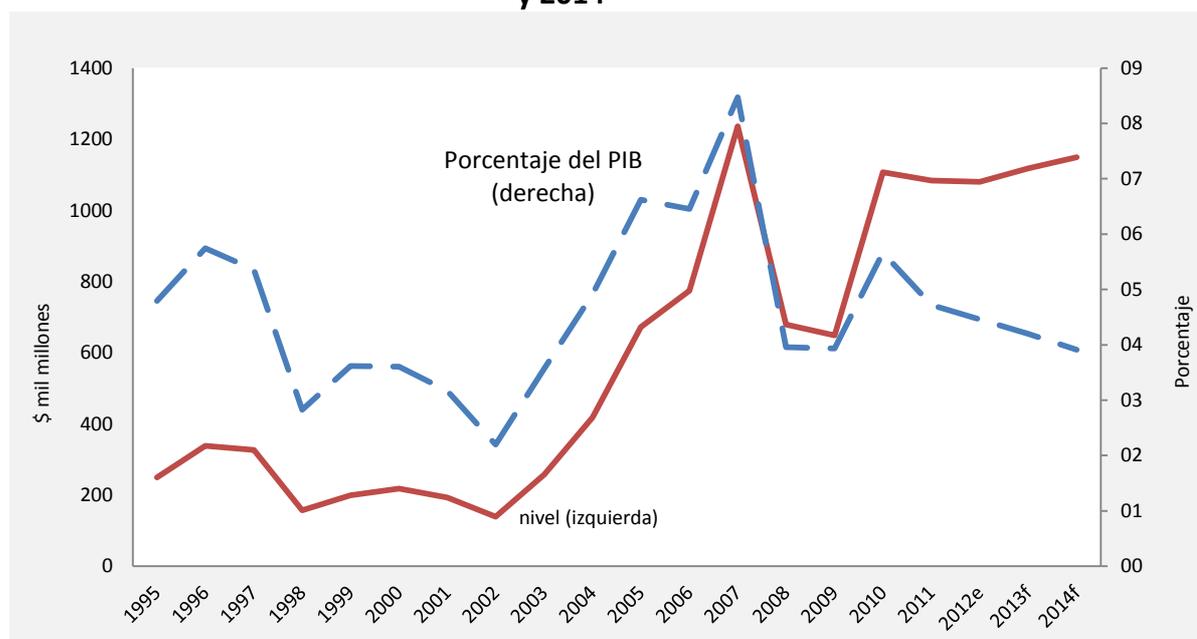
¹⁶ Según Dadush y otros (2009), Argentina, Jamaica, Ghana y México fueron algunos de los países que se vieron más afectados por las repercusiones inmediatas de la crisis durante septiembre de 2008 y mayo de 2009, en términos de depreciación de sus monedas, caídas de sus mercados de acciones e incremento de las primas de riesgo de sus bonos. En cambio, entre los países menos afectados se encuentran varios países en desarrollo como China, Sudáfrica, Malasia, Perú y Colombia. En un estudio sobre el desempeño de los mercados de deuda y de acciones durante el periodo de febrero de 2007 a marzo de 2009, Dooley y Hutchinson (2009) concluyeron que, si bien los mercados de las economías emergentes se desacoplaron de los Estados Unidos durante un cierto tiempo, los vínculos se reestablecieron en el tercer y cuarto trimestre de 2008 de una manera notablemente simultánea en la mayoría de las economías emergentes.

desarrollo por medio de inversiones directas y de cartera en el extranjero. El Instituto de Finanzas Internacionales, en una publicación de enero de 2013, previó un aumento moderado en 2013 y 2014, aunque, en términos absolutos, no se espera que alcancen el máximo registrado en 2007. A su vez, se estima que puede seguir disminuyendo el porcentaje que representan respecto del PIB.

Si bien el auge de la entrada de capitales que se registró antes del colapso de Lehman Brothers fue de carácter general, los factores de atracción han cobrado una importancia mayor tras la recuperación del banco de inversión, y ciertos países en desarrollo han resultado más atractivos que otros para los prestamistas e inversores. En términos nominales absolutos, la entrada de capitales en Asia y América Latina ha excedido los niveles máximos alcanzados en vísperas de la crisis, pese a que la desaceleración en China registrada después de 2010 ha ocasionado una ralentización de las inversiones directas (gráfico 5). En cambio, aunque las economías europeas emergentes han experimentado cierta recuperación, la entrada de capitales en esos países se ha mantenido por debajo de los niveles máximos alcanzados antes de la crisis, lo que obedece en gran medida a las fuertes repercusiones que ha tenido la crisis de la zona del euro. Lo mismo ha sucedido en África y Oriente Medio.

La crisis de la zona del euro ha desempeñado un papel fundamental en la reducción general de la entrada de capitales en los países en desarrollo. Por un lado, ha ocasionado un aumento de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por activos relativamente seguros. Por otro lado, ha afectado directamente el volumen de las corrientes de capital mundial. Antes del estallido de la crisis, Europa era la fuente principal de corrientes de capital brutas hacia el resto del mundo, lo que equivalió a 1,6 billones de dólares por año entre 2004 y 2007, una cifra que supera las salidas de capital totales de los Estados Unidos y el Japón juntos.

Gráfico 4: Entrada de capitales privados en las economías en desarrollo entre 1995 y 2014

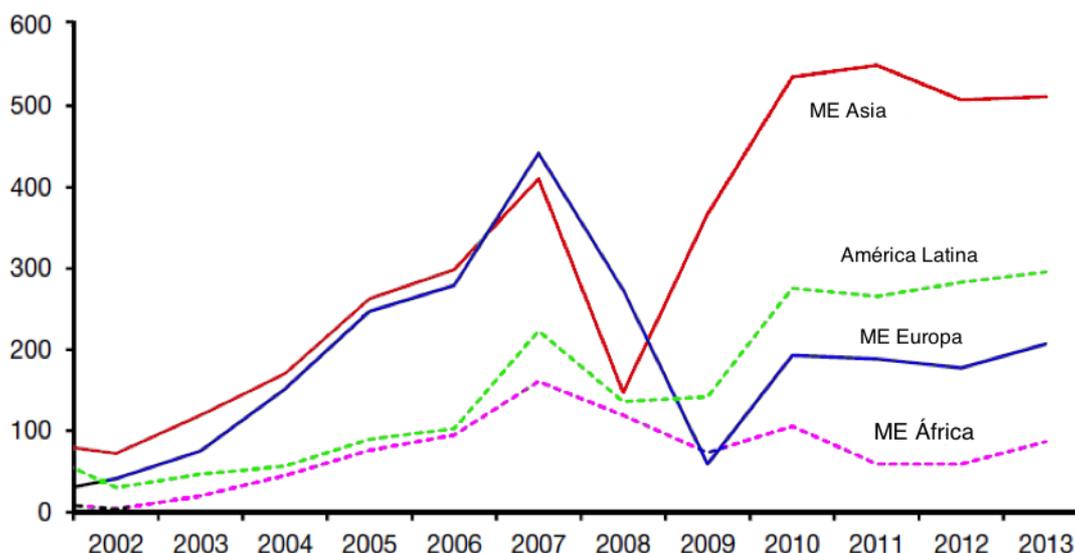


Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (enero de 2013).

Nota: f = previsión del Instituto de Finanzas Internacionales, e = estimación.

Gráfico 5: Entrada de capitales privados en los mercados emergentes (ME)

(miles de millones de dólares de los Estados Unidos)



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (enero de 2013).

Tras el estallido de la crisis y el desapalancamiento bancario subsiguiente, las salidas de capital de Europa cayeron significativamente, al registrar apenas 300.000 millones por año entre 2008 y 2011¹⁷.

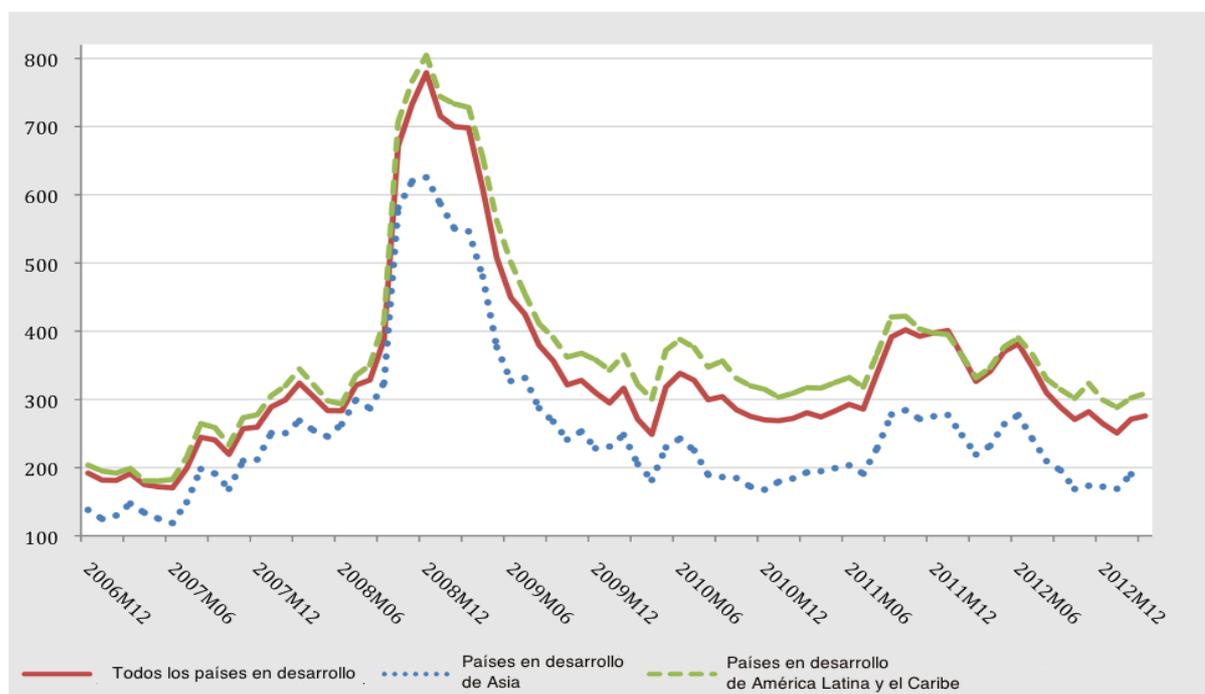
La crisis de la zona del euro también ha ocasionado una volatilidad a corto plazo y mensual de la entrada de capitales en los países en desarrollo, puesto que estos se han vuelto cada vez más sensibles a las noticias regionales, lo que dificulta la gestión macroeconómica. Desde mediados de 2011, la confianza del mercado se ha deteriorado debido al agravamiento de la crisis financiera en Grecia, las huelgas y la agitación política en la periferia y la rebaja de las calificaciones crediticias, lo que provocó una caída de la entrada de capitales en los países en desarrollo y una revisión a la baja significativa de las previsiones¹⁸. El apetito de riesgo mundial se incrementó en los primeros meses de 2012 gracias al MEDE y a los programas de austeridad que han puesto en marcha Grecia y España, la aplicación de la OFPML, la firma del Pacto Presupuestario y el aumento de los límites de crédito del FEEF y del MEDE. Sin embargo, los mercados experimentaron nuevamente una tendencia a la baja en el segundo trimestre de 2012, cuando España solicitó ayuda para la capitalización de sus bancos, las agencias de calificación crediticia rebajaron su nota, sus diferenciales de rendimiento aumentaron y se incrementaron las preocupaciones con respecto a Grecia. Como ya se ha señalado, posteriormente los mercados experimentaron un

¹⁷ Instituto de Finanzas Internacionales (enero de 2012). Según un informe del McKinsey Global Institute, las corrientes de capital transfronterizas a nivel mundial cayeron un 60% respecto al nivel máximo alcanzado en 2007, ya que los créditos transfronterizos otorgados por los bancos de la zona de euro registraron una caída de 3,7 billones de dólares. Véase Lund y otros (2013).

¹⁸ Tensiones en la zona del euro provocaron una disminución de las proyecciones de 340.000 millones para 2012 y de 140.000 millones para 2011; véase Instituto de Finanzas Internacionales (enero de 2012).

optimismo renovado a mediados de 2012 gracias al compromiso del BCE de salvar el euro. Sin embargo, la actitud de los inversores volvió a cambiar debido a la confusión ocasionada por el programa de rescate de Chipre en marzo de 2013.

Gráfico 6: diferenciales de los bonos soberanos
(puntos básicos de bonos de los Estados Unidos)

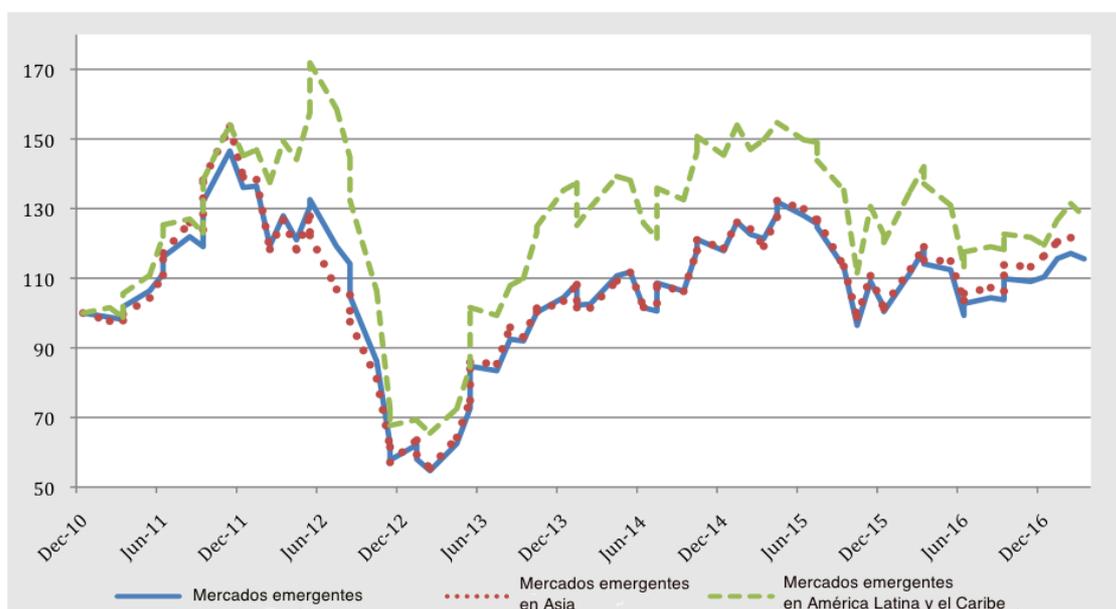


Fuente: Banco Mundial (Datastream).

Los cambios en el apetito de riesgo mundial y en las corrientes de capital privadas también se han visto reflejados en los mercados de acciones y de bonos de las principales economías emergentes (gráficos 6 y 7). Tras el colapso de Lehman Brothers, los diferenciales de los bonos soberanos se dispararon y se mantuvieron por encima de los 800 puntos básicos a finales de 2008, lo que equivale al triple del nivel que registraban en el año anterior, mientras que el índice MSCI cayó a un 40% del nivel alcanzado en 2007. Como consecuencia del aumento de las corrientes de capital, los diferenciales cayeron y los precios de las acciones subieron rápidamente, pero ambos se deterioraron después de mediados de 2011 debido al agravamiento de la crisis de la zona del euro. Pese a que se registraron algunas mejoras en la segunda mitad de 2012, hoy en día los diferenciales presentan niveles más elevados y el índice MSCI se encuentra por debajo de los niveles alcanzados en vísperas de la crisis¹⁹.

¹⁹ El FMI (2012a: 20) considera que el contagio de la crisis de la zona del euro en el mercado monetario y de bonos fue entre benigno y moderado, pero que el contagio en el mercado de acciones fue entre moderado y grave.

Gráfico 7: Índices bursátiles mensuales de MSCI, diciembre 2006 - febrero 2013

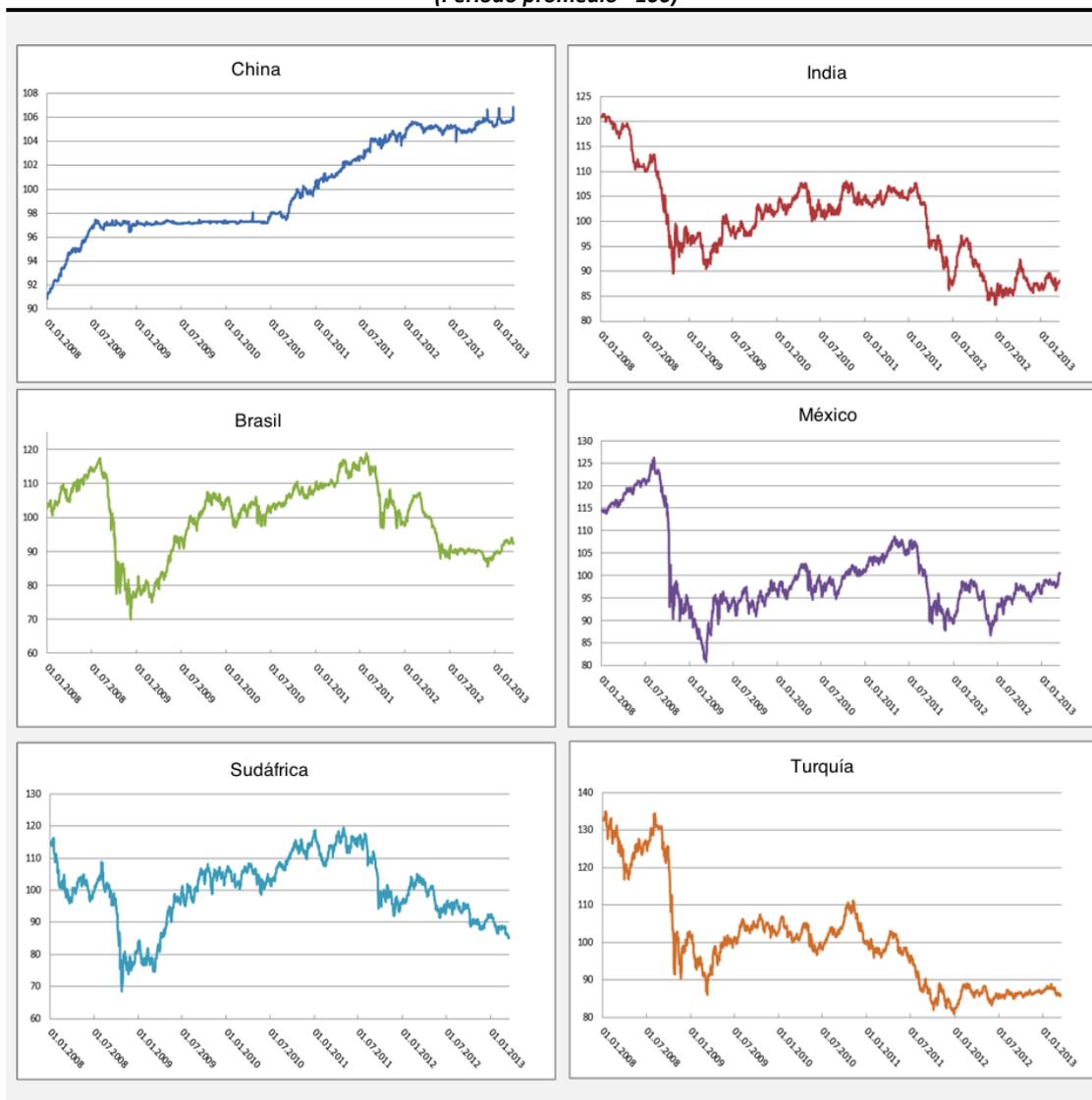


Fuente: Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI)

Nota: diciembre 2006 = 100.

El colapso de Lehman Brothers y la huida de capitales hacia la seguridad también ocasionaron una devaluación considerable de la moneda de la mayoría de los países en desarrollo con respecto al dólar, con la excepción notable de China (gráfico 8). Muchos de estos países eligieron no limitar la devaluación debido a la caída de las exportaciones. La mayoría de los países en desarrollo han acogido favorablemente la fuerte recuperación subsiguiente de la entrada de capitales y el auge de los precios de los activos que generaron, pero se han mostrado ambivalentes con respecto a los efectos que pueden tener sobre los tipos de cambio. La política monetaria extremadamente flexible que han aplicado las economías avanzadas ha sido interpretada, por lo general, como un intento de lograr devaluaciones competitivas a expensas de sus vecinos, con el fin de impulsar las exportaciones y la recuperación en un contexto de un bajo nivel de demanda interna. El ministro de finanzas del Brasil lo ha descrito como una guerra de divisas, mientras que el presidente del Banco de la Reserva de Sudáfrica ha dado a entender que los países en desarrollo se encontraban en medio de un fuego cruzado entre el BCE y la Reserva Federal de los Estados Unidos (Marcus, 2012).

Gráfico 8: Tipo de cambio nominal en determinadas economías
(Período promedio =100)



Fuente: OANDA (<http://www.oanda.com>).

Nota: dólar de los Estados Unidos por unidad de moneda nacional.

Los países en desarrollo han respondido de diferentes maneras. En un principio, casi todos los países tenían un enfoque de no intervención con respecto a la entrada de capitales. Muchos de estos países, en especial en Asia, realizaron intervenciones significativas en los mercados de divisas; absorbieron las entradas de capital en forma de reservas e intentaron neutralizar las intervenciones emitiendo deuda del gobierno y/o del banco central. Estos países evitaron apreciaciones marcadas. En total, las reservas de divisas de los países en desarrollo asiáticos crecieron alrededor de 2,2 billones entre 2008 y 2012 pese a la disminución general de los superávits en cuenta corriente. Otros países, en particular los que perseguían objetivos de inflación, como el Brasil, Sudáfrica y Turquía, se abstuvieron de realizar intervenciones significativas, por lo que experimentaron apreciaciones considerables. Esta política de no intervención obedece a dos razones evidentes. En primer lugar, es difícil neutralizar completamente el efecto de las intervenciones en la liquidez nacional, por lo que los intentos por estabilizar la moneda entrarían en conflicto con

los objetivos de inflación. En segundo lugar, la mayoría de estas economías mantenían tasas de interés elevadas, y por ende la neutralización supondría costos presupuestarios o cuasipresupuestarios significativos, lo que elevaría el déficit y la deuda de los gobiernos.

Sin embargo, las presiones al alza sobre las monedas persistieron, lo que conllevó que varios países abandonaran el enfoque de no intervención respecto de la entrada de capitales y comenzaran a aplicar medidas para controlarla. Cabe destacar que el país que ha recurrido a este tipo de medidas con mayor frecuencia ha sido la República de Corea que, por ser miembro de la OCDE, debe obrar conforme a lo dispuesto en el Código de Liberalización de los Movimientos de Capitales de la OCDE (Singh, 2010). El won coreano ha sido una de las monedas más débiles en el período posterior a la crisis y el tipo de cambio efectivo no ha vuelto a situarse en los niveles que registraba antes de la crisis. Se ha comentado que la República de Corea, junto con el Reino Unido, es el país que ha adoptado la postura más «belicosa» con respecto a la «guerra de divisas» en los últimos cinco años y medio (Ferguson, 2013). Las medidas de control aplicadas por la República de Corea incluyeron la fijación de un límite para transacciones de futuros de moneda extranjera, la imposición de un gravamen sobre los pasivos (no depósitos) y de un impuesto a las ganancias de capital para los intereses que deriven de la tenencia extranjera de bonos del Tesoro y la emisión de bonos de estabilización monetaria. En la actualidad, la República de Corea está poniendo en marcha un programa de estímulo de una cuantía de 15.000 millones destinados apoyar a los exportadores que deben hacer frente a la presión de un yen debilitado y a reactivar el crecimiento. Se trata del tercer mayor plan que se ha aplicado en el país, después del programa de 1997 aplicado en respuesta a la crisis asiática y el de 2008 en respuesta a la crisis mundial (Kim, 2013).

Después de 2009, varios países en desarrollo comenzaron a controlar la entrada de capitales, no por medio de restricciones directas, sino de medidas compatibles con las leyes del mercado, entre las que se encuentran el establecimiento de un encaje legal no remunerado sobre la entrada de capitales y de impuestos (el Brasil impuso un impuesto sobre la entrada de inversiones de cartera y el Perú sobre las compras extranjeras de títulos valores del Banco Central, mientras que Colombia estableció un encaje legal no remunerado sobre la entrada de capitales del 40% por seis meses); de una estadía mínima de capital o de un periodo de tenencia (Colombia lo exigió para la entrada de inversión extranjera directa (IED), e Indonesia para los valores del Banco Central); de encajes legales especiales e impuestos sobre las posiciones de los bancos (el Brasil impuso un encaje legal especial sobre las posiciones cortas y un impuesto sobre las posiciones cortas en derivados de divisas, Indonesia estableció un encaje legal sobre los activos externos totales y el Perú un mayor encaje legal sobre los depósitos en moneda nacional de no residentes); impuestos y restricciones sobre la contratación de préstamos en el exterior (la India lo impuso para la contratación de préstamos empresariales e Indonesia para la contratación de préstamos bancarios, mientras que el Perú estableció un mayor coeficiente de garantía para la exposición crediticia en divisas) e impuestos sobre los beneficios de activos financieros para no residentes (Tailandia aplicó un impuesto de retención en la fuente sobre los ingresos por conceptos de intereses y las plusvalías de los bonos nacionales). Algunos países, como por ejemplo Sudáfrica, liberalizaron

la salida de capitales por parte de los residentes con el fin de aliviar la presión al alza sobre la moneda²⁰.

Estas medidas fueron diseñadas para evitar la apreciación de la moneda y el deterioro de la cuenta corriente, más que para impedir la fragilidad financiera. Como se ha señalado, la mayoría de los mercados emergentes, no solo han acogido favorablemente el auge de los mercados de activos, sino que han pasado por alto la acumulación de vulnerabilidad que resulta del aumento de la contratación de préstamos en el extranjero por parte de las empresas. Sin embargo, las medidas no han logrado limitar el volumen de entrada de capitales debido a que se realizaron excepciones en varios sectores. En varios casos, la entrada de capitales cambió su composición y pasó a estar formada por vencimientos a más largo plazo y por tipos de inversión no cubiertos por las medidas. Además, las restricciones e impuestos establecidos fueron demasiado débiles y no lograron igualar el margen de arbitraje. En otros países, medidas similares produjeron diferentes resultados debido a diferencias en la habilidad para ponerlas en marcha y a las sanciones que conllevaba su violación.

Si bien desde 2010 se sigue aplicando una política monetaria extremadamente flexible, lo que ejerce una presión sobre la moneda de algunos países en desarrollo, las protestas por parte de los países del Sur han sido mucho menos frecuentes. Esto obedece a dos razones principales. En primer lugar, desde principios de 2011, la mayoría de las economías en desarrollo comenzaron a enfriarse, lo que provocó que disminuyera la presión de la entrada de capitales sobre los precios. En segundo lugar, el cambio hacia un crecimiento impulsado por la demanda interna ha conllevado un aumento de los déficits en cuenta corriente de muchas de las principales economías en desarrollo, incluido el Brasil, la India, Sudáfrica y Turquía, lo que ha incrementado la necesidad de capitales extranjeros y ha disminuido la presión al alza sobre las monedas. Efectivamente, como se puede observar en el gráfico 8, desde mediados de 2011 se puede constatar una depreciación de la moneda de la mayoría de estos países.

La denominada guerra de divisas entre las principales economías avanzadas se mantiene. La declaración por parte del BCE de que «haría lo que fuera necesario» para salvar la moneda única, el anuncio de la puesta en marcha de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) y un mayor recorte de la tasa de interés por parte del BCE en mayo de 2013 para reducirla y situarla a un récord mínimo del 0,5%, así como el compromiso asumido por la Reserva Federal de los Estados Unidos de que continuaría con la tercera etapa de su expansión cuantitativa hasta que el desempleo cayera por debajo del 6,5% o que la inflación superara el 2,5% dejan entrever que los Estados Unidos y la zona del euro seguirán aplicando una política monetaria extremadamente flexible durante algún tiempo. El Banco del Japón aumentó su meta inflacionaria a principios de 2013 y puso en marcha una fuerte política de expansión cuantitativa, lo que conllevó una caída significativa del yen respecto del dólar y despertó muchas críticas, inclusive por parte del presidente del Bundesbank (Ferguson, 2013). En el Reino Unido, la devaluación y las exportaciones han sido consideradas como un medio de salida del desapalancamiento público y privado, y el Gobierno no descarta abandonar sus metas inflacionarias. Desde agosto de 2007, la

²⁰ Estas informaciones fueron extraídas de varias publicaciones, entre las que se encuentran *Perspectivas de la economía mundial* del FMI y el *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*.

libra esterlina se ha depreciado en términos efectivos reales más que cualquier otra de las divisas principales. El Banco Nacional Suizo ha limitado el valor del franco con respecto al euro y ha realizado intervenciones significativas para evitar la apreciación de su moneda, pese a que el país registra un superávit en cuenta corriente de más del 10% del PIB.

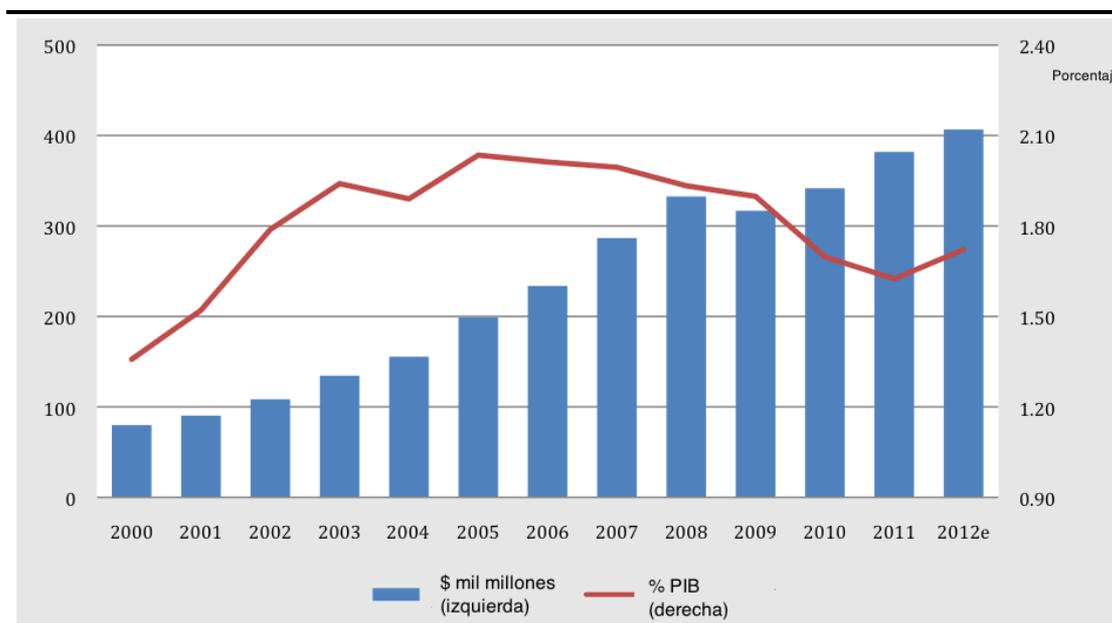
Sin embargo, no parece factible que el aumento de la liquidez en las economías avanzadas provoque un aumento generalizado de la entrada de capitales en las economías en desarrollo del tipo registrado antes del estallido de la crisis, aunque algunos países, los que reciben mayores inversiones internacionales, podrían experimentar un fuerte aumento de la entrada de capitales. En primer lugar, en la mayoría de las economías emergentes, el crecimiento se ha desacelerado significativamente en comparación con los niveles registrados en el periodo anterior. En segundo lugar, se han disminuido las tasas de interés como respuesta a la crisis, lo que ha reducido los márgenes de arbitraje a corto plazo. En cualquier caso, puede que varios países en desarrollo acojan favorablemente un aumento de la entrada de capitales de toda clase, incluida la entrada de inversiones de cartera, debido a que registran grandes déficits en cuenta corriente.

III.3. Remesas

Las remesas de los trabajadores han constituido una fuente principal de financiamiento externo para los países en desarrollo en el nuevo milenio, superadas únicamente por las IED. Por lo general, han seguido el mismo patrón que la entrada de capitales privados, puesto que se han incrementado a una tasa del 20% anual entre 2002 y 2008. Llegaron a representar el 2% del PIB de los países en desarrollo en conjunto en la mitad de la década, sobre todo como resultado de las remesas enviadas por trabajadores en la zona del euro, seguidas por las enviadas desde los Estados Unidos. Para muchos países en desarrollo, proporcionaron una fuente importante de financiamiento de la cuenta corriente, puesto que en la India y en México llegaron a representar más del 3% del PIB y en Bangladesh y en Filipinas más del 10%.

Sorprendentemente, la crisis en los Estados Unidos y en la zona del euro no tuvo repercusiones importantes sobre la entrada de remesas en los países en desarrollo, a pesar de que estas economías representan una gran proporción de las remesas totales y han experimentado un gran aumento del desempleo desde 2008²¹. En términos nominales, las remesas registraron una pequeña disminución en 2009, seguida por una recuperación moderada, y se estima que alcanzaron los 400.000 millones a finales de 2012. Sin embargo, esto no ha logrado invertir la tendencia de disminución como porcentaje del PIB en los países receptores. Se calcula que a finales de 2012 aumentaron hasta alcanzar el 1,7% del PIB, comparado con el nivel máximo del 2% que registraron durante el periodo anterior a la crisis.

²¹ Sin embargo, las remesas provenientes de Europa, en especial de los países de la periferia afectados por la crisis, se han debilitado en los últimos cuatro años. Banco Mundial (2012) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Gráfico 9: Flujos de remesas hacia los países en desarrollo entre 2000 y 2012

Fuente: *Reseña sobre migración y desarrollo* del Banco Mundial e *Indicadores del Desarrollo Mundial*.

Tradicionalmente, las remesas hacia los países en desarrollo han contribuido a al consumo de las familias residentes en los países de origen del trabajador migrante, y han sido financiadas principalmente con los ingresos corrientes de este. Sin embargo, los datos recopilados hasta el momento no permiten determinar con precisión el origen o el uso final que se le da a estas transferencias²², puesto que pueden ser el resultado de ahorros acumulados de los trabajadores en el extranjero y/o pueden ser utilizadas en su país de origen para una inversión inmobiliaria o en activos financieros, y no para el consumo.

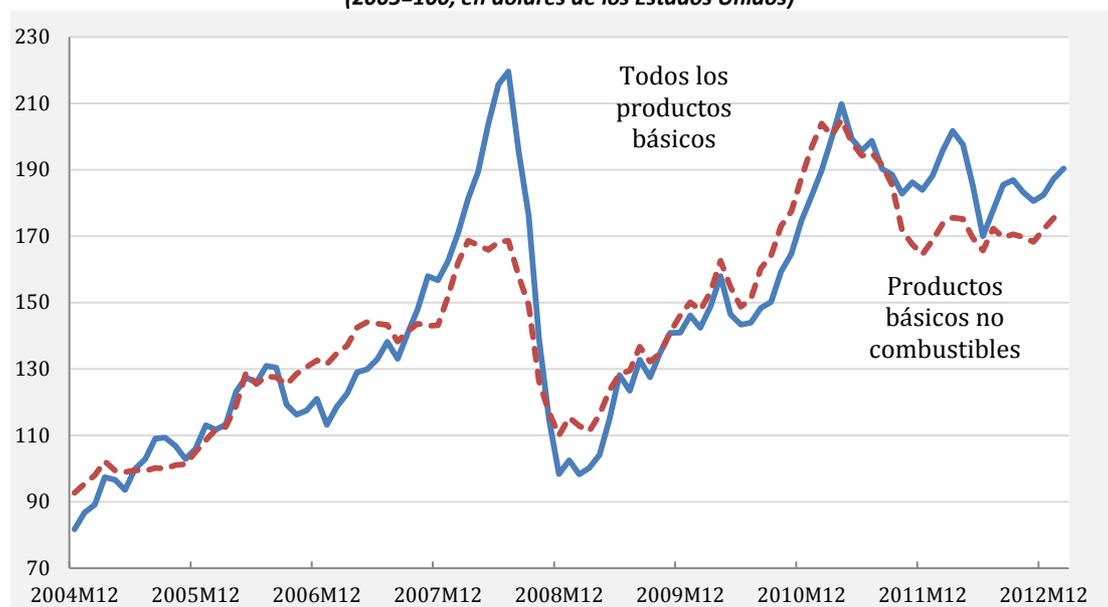
El continuo aumento de las remesas hacia los países en desarrollo, tras el aumento significativo del desempleo y la disminución de los salarios en las economías avanzadas afectadas por la crisis, deja entrever que es probable que una gran proporción de estas transferencias provenga de ahorros acumulados y no de ingresos corrientes de los trabajadores migrantes. En el mismo sentido, es posible que se las haya utilizado para realizar inversiones y no para el consumo. En otras palabras, pueden asemejarse más a las corrientes de capital que a las transferencias unilaterales. Puede que el aumento de las tasas de rentabilidad de los activos financieros y físicos en los países en desarrollo con respecto a las economías avanzadas y el cambio en las percepciones de riesgo en las economías avanzadas haya fomentado estas transferencias. De esto se deduce que, de producirse un cambio en el perfil relativo de la relación riesgo-rentabilidad de las inversiones en las economías avanzadas y en los países en desarrollo, estas corrientes podrían cambiar de sentido y constituir salidas de capital de los países en desarrollo.

²² Para obtener mayor información sobre los problemas que surgen de la definición y la información disponible sobre las remesas, consulte Alfieri y Havinga (2006) y Reinke (2007).

III.4. Precios de los productos básicos

La crisis financiera en las economías avanzadas no ha provocado la misma caída de los precios de los productos básicos que ocasionaron las recesiones anteriores del periodo de la posguerra. El auge que había comenzado en 2003 se mantuvo hasta mediados de 2008, puesto que el índice de precios de las materias primas del FMI se incrementó en más del triple (Gráfico 10). Posteriormente, en la segunda mitad de 2008, se registró una caída abrupta de los precios, lo que volvió a situar el índice en los niveles de 2004. Sin embargo, al igual que ocurrió con las corrientes de capital y las remesas, los precios de los productos básicos también experimentaron una recuperación sólida a principios de 2009, y el aumento se mantuvo hasta el segundo trimestre de 2011, cuando se estabilizaron y comenzaron a descender, lo que dejó en evidencia el aumento de la inestabilidad a corto plazo. En los primeros meses de 2013, el índice de precios para todos los productos básicos era un 15% inferior al nivel máximo alcanzado a mediados de 2008.

Gráfico 10: Evolución mensual de los precios de los productos básicos, diciembre 2004-febrero 2013
(2005=100, en dólares de los Estados Unidos)



Fuente: FMI Sistema de Precios de Productos Primarios

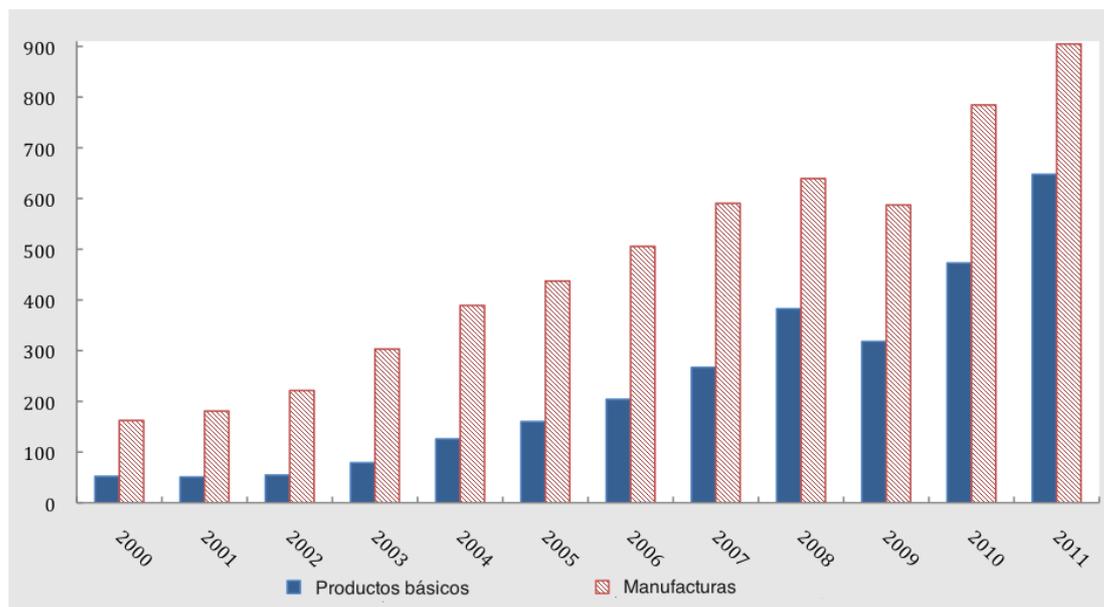
Los precios de los diferentes productos básicos que se incluyen en el índice agregado del Gráfico 10 no solo están vinculados a la actividad económica en modos diferentes, sino que también difieren significativamente en función de la oferta²³.

²³ La energía, que representa un 63% del índice de precios de las materias primas del FMI, está sujeta a riesgos geopolíticos. Los alimentos, que equivalen al 17% del índice, están sujetos a interrupciones de la oferta que pueden surgir como consecuencia de las condiciones climáticas o de infestaciones en las cosechas. Los metales, el componente más importante de los insumos industriales primarios, que representan el 10% del índice, también están sujetos a interrupciones de la oferta, principalmente como consecuencia de la inestabilidad social y política en los países y regiones productores. Para un análisis detallado del comportamiento reciente del índice de precios de productos primarios total y sus

Aun así, el comportamiento de los precios de las subcategorías de productos básicos ha sido similar en general y ha presentado una correlación estrecha con la actividad económica mundial, en especial en los países en desarrollo, lo que muestra el predominio de los factores comunes relacionados con la demanda. El rápido crecimiento de los principales países en desarrollo importadores de productos básicos, en especial China y en menor medida la India, desempeñó una función fundamental en el auge registrado antes de la crisis. El crecimiento económico de los países en desarrollo dependientes de los productos básicos también contribuyó al auge, al crear demanda mutua de productos básicos. Los precios se incrementaron paralelamente al aumento de la participación de los países en desarrollo en el consumo mundial de productos básicos. En la actualidad, la demanda de petróleo por parte de los países en desarrollo es tan elevada como la de las economías avanzadas, puesto que las importaciones de China equivalen a las de la zona del euro y representan el doble que las del Japón. Con respecto a los metales, las importaciones de China representan más del 40% de la demanda mundial.

Se considera que el auge que comenzó en 2003, y que por lo general se ha mantenido, excepto por una caída abrupta pero breve registrada en 2008, constituye el comienzo de un nuevo superciclo de los productos básicos, impulsado por el rápido crecimiento y la urbanización de China (Farroki y Kaplinsky, 2011; Farroki, 2012). Históricamente, estos ciclos se han experimentado cada 30 o 40 años, y durante los mismos se han registrado cifras entre un 20% y un 40% superiores o inferiores a la tendencia a largo plazo, y las variaciones en precios de los productos básicos, salvo el petróleo, han guardado una gran correlación con la evolución del PIB mundial (Erten y Ocampo, 2012).

Gráfico 11: Importaciones de China, 2000-2011
(mil millones de dólares de los Estados Unidos)



Fuente: Base de datos de las Naciones Unidas sobre estadísticas de comercio de productos básicos (COMTRADE, por sus siglas en inglés)

Tras el estallido de la crisis financiera en las economías avanzadas, el auge que experimentaron los precios de los productos básicos se ha mantenido únicamente gracias al crecimiento del Sur, en especial de China, puesto que sus importaciones pasaron de estar compuestas por manufacturas a estar compuestas por productos básicos, como resultado de la sustitución del crecimiento impulsado por las exportaciones por el crecimiento impulsado por la inversión. A medida que sus mercados en las principales economías avanzadas comenzaron a contraerse en 2008, China puso en marcha un conjunto significativo de inversiones, en especial en infraestructura y propiedades, lo que elevó el coeficiente de inversión respecto del PIB al 50%. Dado que la intensidad de uso de productos básicos, en especial de los metales, destinados a las inversiones es mucho mayor que en las exportaciones de manufacturas, que dependen en gran medida de la importación de piezas y componentes de otras economías de Asia Oriental, la sustitución del crecimiento impulsado por las exportaciones por el crecimiento impulsado por la inversión ha conllevado un aumento enorme de las importaciones de productos básicos por parte de China, que se duplicaron entre 2009 y 2011, comparado con las importaciones de manufacturas, que se incrementaron alrededor de un 50% (Gráfico 11)²⁴. Durante este

²⁴ El Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) (2013) estima que en el material utilizado (lo que incluye minerales metálicos y minerales industriales, combustibles fósiles, minerales de construcción y biomasa), la región de Asia y el Pacífico superó al resto del mundo en 2005, debido a que China representó más del 60% del consumo de materiales total de la región y a que, durante 2008, prácticamente todo el crecimiento del consumo mundial de materiales obedecía al consumo realizado por la región de Asia y el Pacífico. Se ha observado que el consumo de materiales por dólar del PIB es mucho más elevado en la región de Asia y el Pacífico que en el resto del mundo y que ha estado aumentando. Aunque puede que esto refleje una ineficiencia en la utilización de materiales, tal como ha afirmado el PNUMA, también es cierto que este porcentaje depende de la composición del PIB que, en el caso de China, se ha modificado desde el estallido de la crisis, y ahora incluye una mayor cantidad de actividades con alta intensidad de uso de materiales.

mismo periodo, los precios de los metales se multiplicaron por 2,4, con lo que aumentaron mucho más rápidamente que los otros productos básicos.

La caída de los precios de los productos básicos que comenzó en 2011 coincidió con la desaceleración de la actividad económica que experimentaron China y la India. Dado que las medidas de estímulo aplicadas en 2008 generaron la burbuja crediticia e inmobiliaria y una deuda y una capacidad excesivas, China ha evitado responder a la desaceleración con medidas similares, y ha permitido que su crecimiento cayera por debajo del 8% por primera vez en muchos años. La desaceleración de China se ha visto particularmente reflejada en una disminución significativa de los precios de los metales, que cayeron un 25% entre principios de 2011 y finales de 2012, una caída más pronunciada que la que registraron los otros productos básicos.

Debido a la mayor financiarización de los productos básicos y a la creciente interdependencia entre los mercados financieros y de productos básicos, la crisis financiera ha generado también una inestabilidad considerable de los precios de los productos básicos. Las variaciones pronunciadas registradas durante 2008 fueron en gran parte consecuencia de la especulación. Durante los primeros seis meses de ese año, el índice general de precios de las materias primas creció alrededor de un 35%, y luego experimentó una caída significativa del 55% en la segunda mitad del año. Ningún cambio en las condiciones de oferta o demanda de productos básicos físicos en un lapso tan corto puede explicar variaciones tan pronunciadas. Estas fueron principalmente el resultado de variaciones rápidas, que se retroalimentan, en el comercio de futuros de productos básicos, desencadenadas por cambios rápidos en las expectativas y en la actitud tras el colapso de Lehman Brothers, a la gravedad de la crisis y a sus posibles repercusiones sobre los precios de los productos básicos²⁵.

Desde 2011, la crisis de la zona del euro ha tenido una gran influencia sobre los precios de los productos básicos, no solo a través de sus efectos sobre la demanda de la región, sino también por medio de los circuitos financieros. En primer lugar, ha provocado una disminución de los precios de los productos básicos, puesto que ha fortalecido el dólar, situándolo a un nivel más elevado del que hubiera alcanzado normalmente. En segundo lugar, ha contribuido a la inestabilidad de los precios de los productos básicos al desencadenar aumentos repentinos en la compra y venta en los mercados de instrumentos financieros derivados de los productos básicos. Al igual que las corrientes de capital, los precios de los productos básicos se han vuelto muy sensibles a las noticias provenientes de la zona del euro.

A corto plazo, el panorama para los precios de los productos básicos es muy incierto, no solo debido a las posibles interrupciones de la oferta, en especial en la energía y los alimentos, sino también por las incertidumbres existentes con respecto a

²⁵ Véase Akyüz (2010) para obtener información sobre los cambios en las actitudes respecto de la gravedad de la crisis a mediados de 2008 y del comercio de futuros de productos básicos. Un informe reciente ha concluido que, mediante la utilización de técnicas extremadamente sofisticadas, la dinámica de los precios en los mercados de futuros de productos básicos muy comercializados, incluido el maíz, el petróleo, la soja, el azúcar y el trigo, es impulsada por mecanismos que se retroalimentan (endogeneidad a corto plazo) más que por informaciones novedosas sobre factores que afectan las condiciones de oferta y demanda. El informe constató que la endogeneidad aumentó en la década de los años 2000 y que entre un 60% y un 70% de los cambios en los precios obedecen a actividades generadas por el propio mercado – véase Filimony y otros (2013).

la demanda. Las últimas proyecciones del FMI, publicadas en *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2013, prevén una continuación de la caída de los precios en 2013 y 2014 tanto del petróleo como de los productos básicos distintos de los combustibles. Para realizar estas previsiones, se dio por supuesto que no habrá cambios radicales en las condiciones de las dos economías que afectan en mayor medida los precios de los productos básicos, es decir, China y la zona del euro. Sin embargo, en ambos casos, existe un riesgo de regresión económica, lo que aumenta la posibilidad de que la caída sea más pronunciada de lo previsto.

III.5. Repercusiones sobre el comercio

El comercio internacional ha sido el principal circuito de transmisión de los impulsos contraccionistas derivados de la crisis financiera y recesión en los Estados Unidos y la UE. Tras registrar un crecimiento promedio anual del 7%, el volumen de importaciones de las economías avanzadas se desaceleró significativamente por primera vez en 2008 y luego cayó un 12% en 2009, principalmente como consecuencia de la disminución de las importaciones por parte de los Estados Unidos. El volumen de importaciones se recuperó en 2010 como resultado de la recuperación generalizada, pero perdió el impulso cuando la situación en Europa volvió a deteriorarse. El crecimiento del volumen total de importaciones de las economías avanzadas apenas alcanzó el 1% en 2012. Para evitar una desaceleración significativa del crecimiento, los países en desarrollo han tenido que centrarse en sus propios mercados o en el comercio Sur-Sur. En efecto, dada la desaceleración económica generalizada que experimentan las economías avanzadas, estas también han tenido que expandirse a los mercados de los países en desarrollo para reactivar la recuperación.

Si bien todos los países en desarrollo se han visto afectados directa o indirectamente por la contracción y la ralentización de las importaciones de las economías avanzadas, la incidencia ha variado de país en país, según la dependencia respecto de las exportaciones, la importancia relativa de los mercados en las economías avanzadas y la proporción de insumos importados en sus exportaciones²⁶. En los países en los que el coeficiente de exportaciones respecto del PIB es muy elevado, en especial, en los exportadores de manufacturas, la proporción de insumos importados en las exportaciones también tiende a ser elevada. Por consiguiente, una caída de las exportaciones reduce en la misma medida las importaciones utilizadas directa o indirectamente para las exportaciones. Una disminución de las exportaciones también reduce las importaciones debido a los efectos que tiene esta disminución sobre el ingreso y la demanda interna, lo que afecta las importaciones de todos los países. En efecto, como resultado de estas repercusiones acumuladas, el comercio mundial, en términos de volumen, disminuyó en la misma medida en que se redujo el volumen de importaciones de las economías avanzadas. La caída expresada en dólares fue de casi el doble, como consecuencia de la caída significativa de los precios, en especial de los productos básicos.

²⁶ En vísperas de la crisis, el coeficiente de exportaciones respecto del PIB, medido según los métodos convencionales, se acercaba al 52% en los países en desarrollo en su conjunto. Se situaba en torno al 100% en Asia Sudoriental y África Central, al 80% en Asia Occidental, al 60% en Asia Oriental y África Occidental, en torno al 60% en Asia Meridional y en torno al 25% en América del Sur – UNCTAD (2009: tabla 1).

Según algunas estimaciones, las perturbaciones comerciales que sufrieron los países en desarrollo en 2009 como resultado de la crisis representaron un 4,4% de su PIB, del cual un 3,3% fue la consecuencia de perturbaciones en la demanda debido a la caída de los volúmenes de exportación, y el resto de perturbaciones en la relación de intercambio, resultado de cambios en los precios (*Situación y perspectivas de la economía mundial*, Naciones Unidas, 2010). Entre todas las regiones, Asia Occidental fue la que sufrió mayores perturbaciones, que llegaron a alcanzar más del 12% del PIB, como consecuencia de una caída significativa del precio del petróleo, seguida de África (5,5%), Asia Oriental y Asia Meridional (3,3%) y América Latina y el Caribe (2,3%).

Entre los principales países en desarrollo, las repercusiones de la crisis sobre el comercio han sido particularmente graves para China, debido a su dependencia de las exportaciones a las economías avanzadas. Entre 2002 y 2007, las exportaciones chinas crecieron más del 25% por año, con lo que representaban un tercio del crecimiento del PIB, teniendo en cuenta los insumos importados en las exportaciones. Los pequeños exportadores de manufacturas asiáticos dependían aún más de las exportaciones a las economías avanzadas, de manera directa y por medio de la exportación de piezas y componentes a China. Tras el estallido de la crisis en las economías avanzadas, las exportaciones de los países en desarrollo asiáticos se desaceleraron significativamente en 2008 y luego cayeron en 2009, con lo que se convirtieron en un lastre importante para la actividad económica y redujeron el crecimiento entre 5 y 6 puntos porcentuales (Akyüz, 2012).

La caída de las importaciones en Europa ha afectado a África y a Europa Central y Oriental de una manera particularmente significativa debido a los fuertes vínculos comerciales que mantienen estas regiones con Europa. Más del 50% de las exportaciones de varios países europeos que no forman parte de la UE y de algunos países de África del Norte están destinadas a la UE, y la proporción supera el 35% en varios países de África Subsahariana y la Federación de Rusia (FMI, 2011). Se estima que los efectos directos de la caída de las exportaciones a la zona del euro durante 2011 y 2012 han reducido el crecimiento un 0,8% en Sudáfrica y Rusia, un 0,5% en China y la India y un 0,3% en Brasil e Indonesia (OCDE 2012: cuadro 1.1.). También se han visto muy afectados varios países en desarrollo de África Subsahariana que dependen en gran medida de las exportaciones a Europa, como Côte d'Ivoire, Mozambique y Nigeria, cuyas exportaciones a la UE representan entre un 10% y un 17% del PIB (Massa y otros, 2012).

La crisis ha provocado cambios significativos en la estructura del comercio mundial. Antes de la crisis, el comercio Sur-Sur dependía en gran medida del comercio entre los países en desarrollo y las economías avanzadas. Las importaciones chinas de manufacturas de países en desarrollo asiáticos y de productos básicos de todas las regiones en desarrollo representaban una gran proporción del comercio Sur-Sur y se utilizaban principalmente, directa o indirectamente, como insumo para sus exportaciones de manufacturas a las economías avanzadas (Akyüz, 2011, 2012). El cambio de China a un crecimiento impulsado por la inversión ha conllevado que el país importe menos manufacturas y más productos básicos (Gráfico 11), y que utilice una mayor proporción de las importaciones para satisfacer la demanda interna (más del 55% en 2011 comparado con menos del 50% en 2007).

Por la misma razón, China se ha convertido en el mercado principal para muchos exportadores de productos básicos. Por ejemplo, en 2007, las exportaciones del Brasil a la zona del euro y a los Estados Unidos fueron 4 veces y 2 veces superiores al nivel de sus exportaciones a China, respectivamente. En cambio, en la actualidad, las exportaciones brasileñas a China y Europa registran el mismo nivel, y las exportaciones brasileñas a los Estados Unidos representan la mitad de las exportaciones a China.

Cuadro 3: Proporción de los productos básicos en las exportaciones totales en el Brasil y Malasia
(Porcentaje)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	47,8	50,1	54,7	60,0	63,2	65,1	63,6
Malasia	24,4	27,4	33,9	29,5	32,1	37,0	37,2

Fuente: COMTRADE.

Además, debido al auge de los precios de los productos básicos y al aumento del volumen de exportaciones, los productos básicos también representan ahora una mayor proporción de las exportaciones de varios exportadores de manufacturas semiindustrializados en el Sur, entre los que se encuentran no solo el Brasil sino también países en desarrollo del Sudeste Asiático, como Malasia. El incremento de la proporción de productos básicos en las exportaciones totales de estos países, que se había iniciado antes del estallido de la crisis, se ha acelerado desde 2009 (Cuadro 3). En el Brasil, los ingresos provenientes de la exportación de productos básicos superan por un margen amplio a los que provienen de las manufacturas²⁷. En Malasia, ampliamente considerada una de las economías de reciente industrialización (ERI) de segundo nivel más exitosas, los ingresos provenientes de las exportaciones no provienen principalmente de las manufacturas en términos de valor añadido, puesto que estas utilizan una mayor proporción de insumos importados que de productos básicos. Si se tiene en cuenta la proporción de insumos importados, la proporción de las manufacturas en las exportaciones (en valor añadido) sería igual o menor que la proporción de los productos básicos²⁸.

III.6. Desequilibrios comerciales

La crisis ha ocasionado una modificación significativa de los desequilibrios comerciales mundiales. El crecimiento de los países en desarrollo depende en mayor medida de la demanda interna, por lo que los superávits en cuenta corriente de los países de Asia Oriental dependientes de las exportaciones han disminuido, mientras que muchos otros países o bien pasaron de tener superávits a tener déficits, o registraron mayores déficits de los que ya registraban. En vísperas de la crisis, los países en desarrollo en conjunto tenían un superávit en cuenta corriente de casi

²⁷ Para obtener mayor información sobre resultado de las exportaciones del Brasil, en especial de la desaceleración de sus exportaciones industriales, véase Canuto y otros (2013).

²⁸ Se estima que en Malasia la proporción de insumos importados en las exportaciones totales se sitúa en torno al 40% (Koopman y otros, 2010) y que la proporción de insumos importados en las manufacturas es de al menos el doble que la de los productos básicos (Akyüz, 2011). Por consiguiente, la proporción de valor añadido sería del 75% para las exportaciones de productos básicos y del 50% para las exportaciones de manufacturas.

700.000 millones de dólares, y un poco más de la mitad de esta suma correspondía a China. A finales de 2012, el superávit cayó a 300.000 millones, pese a que Oriente Medio y África del Norte registraron un superávit en cuenta corriente de 130.000 millones como resultado del aumento de los ingresos provenientes del petróleo. El superávit de los países en desarrollo asiáticos cayó de 400.000 millones a 130.000 millones, el de China de 350.000 millones a 210.000 millones, mientras que América Latina y África Subsahariana pasaron de tener un superávit a tener un déficit.

Los países en desarrollo han absorbido una gran proporción de los ajustes en los desequilibrios mundiales que existían antes del estallido de la crisis financiera. El déficit en cuenta corriente de las economías avanzadas en conjunto disminuyó del nivel máximo alcanzado en 2012 de 480.000 millones a menos de 60.000 millones en 2012. El déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se redujo en 200.000 millones mientras que la zona del euro pasó de registrar un déficit de 100.000 millones a registrar un superávit de 220.000 millones. De los tres países que tenían mayores superávits, el superávit en cuenta corriente de Alemania ha aumentado tras el estallido de la crisis, y alcanzó el 7% del PIB a finales de 2012 (Cuadro 4). En la actualidad, Alemania registra un superávit frente a China. En cambio, los superávits de Japón y de China se han reducido de manera considerable. La disminución del superávit de China ha sido particularmente pronunciada, puesto que ha pasado del 10% del PIB en 2007 al 2,6% en 2012.

Como se ha observado, en vísperas de la crisis la proporción de los salarios y del consumo privado en el PIB registraba una tendencia a la baja en las tres principales economías con superávit: Alemania, el Japón y China. En estos tres países, la tasa de crecimiento del PIB superaba la tasa de crecimiento de la demanda interna. El crecimiento era mucho más lento en Alemania y en el Japón, pero mucho más dependiente de las exportaciones que en China, en donde las importaciones aumentaron a un ritmo de dos dígitos gracias a un crecimiento muy fuerte de la demanda interna (Akyüz, 2010).

Tras el estallido de la crisis, Alemania ha seguido dependiendo de las exportaciones. El crecimiento de su PIB superó el crecimiento de la demanda interna en 2010, 2011 y 2012, por lo que el país ha absorbido la demanda externa y ha logrado exportar el desempleo. Por consiguiente, continúa siendo una de las principales fuentes de desequilibrios no solo en la zona del euro, sino también a nivel mundial. En cambio, China ha estimulado la demanda del resto del mundo al aumentar su demanda interna y al permitir que su tipo de cambio efectivo real se apreciara alrededor de un 20% desde el estallido de la crisis.

Cuadro 4: PIB, demanda interna y cuenta corriente en los principales países con superávit

Cuadro 4: PIB, demanda interna y cuenta corriente en los principales países con superávit

(variación anual en porcentaje, salvo que se indique otra cosa)

	2004-07	2010	2011	2012
Alemania				
Crecimiento del PIB	2,2	4,0	3,1	0,9
Demanda interna	1,1	2,6	2,6	-0,4
Consumo privado	0,5	0,9	1,7	0,6
Cuenta corriente (% del PIB)	5,9	6,2	6,2	7,0
Japón				
Crecimiento del PIB	1,9	4,7	-0,6	2,0
Demanda interna	1,1	2,9	0,3	2,9
Consumo privado	1,2	2,8	0,5	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	4,0	3,7	2,0	1,0
China				
Crecimiento del PIB	12,1	10,4	9,3	7,8
Demanda interna	10,3*	10,6	10,2	9,2
Consumo (total)	8,8*	9,2	9,8	9,8
Cuenta corriente (% del PIB)	7,1	4,0	2,8	2,6

Fuente: Para Alemania y el Japón *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI* (abril de 2013 y octubre de 2012). Para China Informe sobre la consulta del artículo IV con de la República Popular China (varios años).

**Promedio de 2005 a 2007*

IV. PANORAMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Pese a las repercusiones desfavorables que ha tenido la crisis económica más grave de la posguerra y a la desaceleración de las economías avanzadas, en general los países en desarrollo han logrado mantener un ritmo aceptable de crecimiento económico gracias a los factores mencionados anteriormente. El ingreso total de los países en desarrollo es prácticamente un tercio más elevado en la actualidad que a principios de la crisis. Las economías avanzadas, en cambio, apenas han logrado mantener los niveles de ingreso que registraban antes de la crisis. Si bien en muchos de los principales países en desarrollo el ritmo de crecimiento es considerablemente más lento que el índice alcanzado antes del estallido de la crisis, las expectativas, sobre todo entre los responsables de la formulación de políticas, prevén un panorama más positivo en los próximos años, una vez que se haya superado completamente la crisis más grave de la posguerra, la actividad económica se haya estabilizado y los déficits de producción y de empleo se hayan reducido en las economías avanzadas. Ello permitiría que los países en desarrollo recuperen un crecimiento convergente y continúen avanzando para alcanzar los niveles de ingreso de las economías avanzadas, como en el periodo anterior al estallido de la crisis.

Sin embargo, se plantean algunas interrogantes importantes con respecto a estas previsiones. En primer lugar, no se sabe con certeza cuándo terminará la crisis y si los países en desarrollo podrán sostener un nivel de crecimiento razonable de prolongarse la inestabilidad y la debilidad en las economías avanzadas. Aún existen riesgos importantes de una regresión económica, en especial en la zona del euro y China, y las condiciones económicas mundiales podrían empeorar antes de comenzar a mejorar. En segundo lugar, el hecho de que las economías avanzadas salgan de la crisis no supone necesariamente una

mejora del panorama económico mundial en todas las esferas que afectan el desempeño de los países en desarrollo. Puede que las economías avanzadas no logren alcanzar una trayectoria de crecimiento elevado y estable y que las condiciones financieras mundiales experimenten un ajuste drástico debido al abandono de las políticas excesivamente laxas. En tercer lugar, las perspectivas de crecimiento de la mayoría de los países en desarrollo dependen en gran medida de China y, aunque el país ha logrado resistir las repercusiones graves de la crisis, no es seguro que pueda mantener un crecimiento fuerte a largo plazo.

IV.1. Riesgo de regresión económica

No cabe duda de que, en la actualidad, la zona del euro es el talón de Aquiles de la economía mundial y representa una amenaza inminente para la estabilidad y el crecimiento de los países en desarrollo. Aunque las tensiones financieras en la región han disminuido considerablemente, la fatiga ocasionada por el ajuste y la agitación política en la periferia podrían profundizar la crisis aún más e incluso provocar la desintegración de la zona del euro. Sin embargo, es difícil prever la evolución de la zona del euro en los próximos años, así como los posibles efectos de una desintegración, puesto que los vínculos económicos y financieros pasados ofrecen pocos indicios sobre las consecuencias que podría tener un acontecimiento sin precedentes de esta magnitud. De todas maneras, aunque no se produzca una desintegración total de la zona del euro, un aumento de las tensiones financieras podría conllevar repercusiones graves en los países en desarrollo, tal y como lo han indicado varios escenarios pesimistas sobre la base de simulaciones realizadas por el FMI, la ONU y la OCDE²⁹.

Las conmociones graves en la zona del euro y su contagio financiero a los países en desarrollo, a saber, el contagio del incumplimiento y una desintegración de la zona del euro, podría tener efectos mucho más graves que las repercusiones negativas que se transmiten por medio del comercio, puesto que afectaría los balances generales y sería más difícil de manejar con los instrumentos habituales de política macroeconómica. La principal vía de transmisión serían las corrientes de capital, los precios de los activos y los tipos de cambio, que ya se han vuelto muy vulnerables a las novedades provenientes de la zona del euro, como se ha observado anteriormente. Los efectos de este contagio financiero podrían ser similares a los producidos por el colapso de Lehman Brothers en 2008, es decir, una huida hacia la seguridad, la apreciación del dólar y una devaluación significativa de los activos y monedas de los países en desarrollo, pero también podrían ser más duraderos, ya que restaurar la confianza y la estabilidad resultaría muy difícil.

El panorama de la economía mundial también se ve ensombrecido por el riesgo de una regresión económica en China. De manera creciente, varias entidades,

²⁹ Las simulaciones realizadas por el FMI (2012a) se basan en aumentos de los diferenciales de crédito. El informe *Situación y perspectivas de la economía mundial (2013)* de Naciones Unidas presenta un escenario pesimista basado en un retraso de la implementación del programa de las OMC, mayores recortes presupuestarios y un incremento de las primas de riesgo. La OCDE (2012) elaboró un escenario de regresión económica también basado en un aumento de las crisis de la deuda soberana y la fragilidad del sector bancario. Las pérdidas de producto en la zona del euro podrían superar el 5%, lo que tendría más efectos negativos sobre el crecimiento de los países en desarrollo que sobre el crecimiento de otras economías avanzadas, a excepción del Reino Unido.

entre las que se encuentra un importante banco asiático de inversiones, Nomura Holdings Inc, han afirmado que, como consecuencia de las burbujas crediticias e inmobiliarias que creó el país en respuesta a la crisis, China muestra los mismos síntomas que mostraban los Estados Unidos antes de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Según este punto de vista, si se mantiene una política monetaria laxa y no se controlan los riesgos, se podría alcanzar un crecimiento fuerte del 8% en 2013, pero, a comienzos de 2014, se desencadenaría una crisis financiera (*Wall Street Journal*, 2013; Frost, 2013). A su vez, una encuesta mundial llevada a cabo en marzo de 2013, en la que se consultó a gestores de fondos, mostró que, en general, se prevé que China sufra un aterrizaje brusco (Emerging Markets, 2013). La pérdida del impulso de crecimiento experimentada en el primer trimestre de 2013 también ha provocado que aumenten los temores de una crisis inminente en el sistema bancario³⁰.

Una turbulencia financiera en China podría tener efectos más graves sobre los países en desarrollo que un aumento significativo de las tensiones financieras en la zona del euro, puesto que ocasionaría una inversión repentina de las corrientes de capital, una corrección significativa en los mercados de activos y unas fuertes presiones a la baja sobre las monedas de los países en desarrollo. Estas repercusiones financieras adversas se verían agravadas por los efectos de una disminución significativa de la demanda de China de productos básicos. Por consiguiente, los países en desarrollo muy dependientes de las corrientes de capital y las exportaciones de productos básicos son particularmente vulnerables a una turbulencia financiera y un aterrizaje brusco de la economía china.

Sin embargo, la probabilidad de que China experimente tensiones financieras graves no es muy elevada. Como ha sostenido Anderlini (2013), aunque no se controlen (o no se logren controlar) los riesgos de manera inmediata, es «imposible que ocurra un colapso del estilo de Lehman Brothers» en China, y es más probable que su «sistema bancario sufra una erosión lenta» debido al elevado grado de propiedad y control estatales.

IV.2. Perspectivas a largo plazo

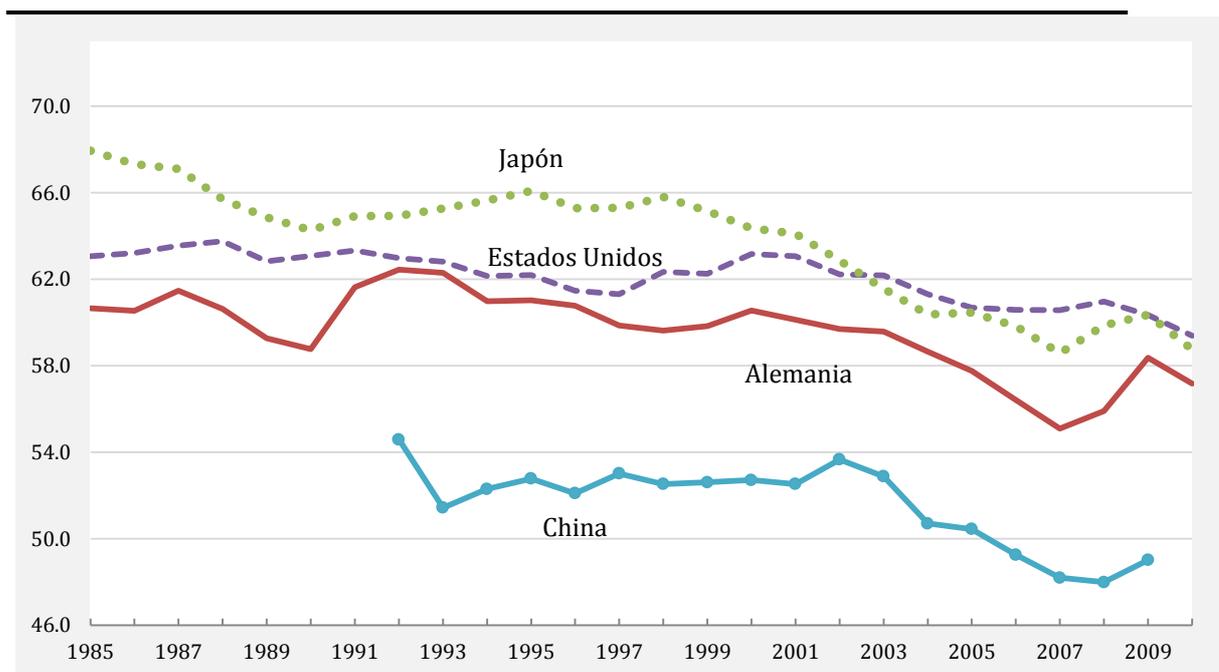
Más allá de los riesgos de regresión económica, las perspectivas de crecimiento mundial a largo plazo también se ven ensombrecidas por la persistencia de los desequilibrios estructurales y las fragilidades que provocaron la crisis actual. La economía mundial presenta problemas de subconsumo debido a la baja y decreciente participación de los salarios en el ingreso nacional de todas las principales economías avanzadas, incluidos los Estados Unidos, Alemania y el Japón, así como China. En los países de la OCDE, la participación de los salarios cayó 10 puntos porcentuales en los últimos 25 años. En China, la participación de los salarios y los ingresos de los hogares en el PIB presenta niveles muy inferiores a los de las economías avanzadas³¹. La participación de los salarios disminuyó 10 puntos porcentuales desde mediados de la década de los noventa (Gráfico 12). La caída de la participación de los salarios también se ha visto acompañada por un aumento de la concentración de la riqueza, en

³⁰ Estas previsiones contrastan significativamente con las efectuadas por la OCDE (2013a), que prevén que China superará a los Estados Unidos en 2016, al experimentar un repunte del crecimiento de entre 8,5% y 9% en los próximos años, en comparación con el 7,8% que registró en 2012.

³¹ Los salarios representan una gran proporción de los ingresos de los hogares en China, puesto que las ayudas del Gobierno y las rentas de la inversión son muy reducidas; Akyüz (2010 y 2011).

particular en las economías avanzadas, lo que significaría que ha aumentado la desigualdad en la distribución de los ingresos provenientes de los activos reales y financieros. Se ha demostrado que la financiarización, la reducción del estado de bienestar y la globalización de la producción han tenido un gran efecto negativo sobre la participación de los salarios, inclusive en los países en desarrollo³².

Gráfico 12: Participación de los salarios en el PIB (%), 1985-2010



Fuente: Eurostat y China Statistical Yearbook.

Sin embargo, hasta la Gran Recesión, se logró evitar la amenaza de una deflación mundial gracias al consumo excesivo y al auge del sector inmobiliario, impulsados por las burbujas crediticias y de activos en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas, especialmente en Europa. Muchos países en desarrollo asiáticos, en especial China, también experimentaron burbujas inmobiliarias y de inversión, mientras que el consumo privado aumentó considerablemente en muchos países en desarrollo del resto del mundo, a menudo debido al aumento brusco de las corrientes de capital y las burbujas crediticias y de activos (Akyüz, 2008 y 2012). Este proceso de expansión impulsada por la deuda creó una fragilidad financiera creciente en los Estados Unidos y la zona del euro y provocó un aumento de los desequilibrios comerciales mundiales, así como desequilibrios dentro de la zona del euro, con los Estados Unidos desempeñando la función de locomotora con respecto a los principales países con superávit, a saber, Alemania, el Japón y China, y registrando déficits elevados y crecientes, que ocasionaron la crisis económica más grave de la posguerra, de la cual el mundo aún no se ha podido recuperar.

³² Véase Stockhammer (2012) para un análisis empírico sobre los determinantes de los cambios de la participación de los salarios. También véase Akyüz (2010) para información sobre la tendencia a la baja de la participación de los salarios y del consumo en el PIB.

Las probabilidades de que la economía mundial invierta las desigualdades crecientes y avance hacia una trayectoria de crecimiento que sea a la vez estable y sólida son escasas. En los Estados Unidos y Europa, la crisis ha aumentado las desigualdades de ingreso y riqueza. En la zona del euro, es probable que las reformas estructurales destinadas a disminuir los desequilibrios intrarregionales aumenten aún más la disminución de los salarios en la periferia e incrementen la brecha deflacionaria. En China, si bien se ha reconocido que el problema del subconsumo es ocasionado por la baja participación de los salarios y los ingresos de los hogares en el PIB, el reequilibrio de la distribución progresa de manera muy lenta.

a. ¿Volverán los Estados Unidos a lo mismo de siempre?

Las perspectivas mundiales a largo plazo dependen en gran medida de los Estados Unidos, por la posición central que ocupa el país dentro de la economía mundial y del sistema de reservas internacionales. Si bien desde comienzos de la década de los años ochenta se ha registrado una tendencia a la baja de la participación de los salarios en el PIB, los Estados Unidos han evitado caer en una crisis de subconsumo gracias a aumentos bruscos del gasto privado, impulsados por burbujas financieras, primero la burbuja de las puntocoms en la década de los años noventa (impulsada a su vez por una burbuja del mercado de acciones) y luego la burbuja de las hipotecas de alto riesgo en la década de 2000 (impulsada por una rápida expansión crediticia).

Es poco probable que los Estados Unidos avancen hacia un crecimiento impulsado por los salarios o las exportaciones en el futuro cercano. Para ello sería necesario, entre otras cosas, que las exportaciones crecieran más rápidamente que la demanda interna y que la participación del consumo privado en el PIB disminuyera³³, lo que es difícil de lograr puesto que, durante décadas, los Estados Unidos han gastado más de lo que podían gracias a que tenían el «privilegio exorbitante» de ser el emisor de la principal divisa de reserva. Además, ninguna otra economía puede actuar como locomotora para los Estados Unidos. Para que este país logre basar su crecimiento en las exportaciones, las principales economías con superávit deberían reequilibrar significativamente su demanda externa e interna invirtiendo la tendencia a la baja de los salarios, algo que parece tan improbable como que los propios Estados Unidos logren invertirla.

Por consiguiente, la gran interrogante que se plantea es si, una vez más, los Estados Unidos volverán a lo mismo de siempre y seguirán dependiendo de las burbujas crediticias y de activos como medio para lograr una expansión relativamente rápida. Esto está estrechamente relacionado con el abandono de las políticas excesivamente laxas que los Estados Unidos han intentado aplicar en los últimos cinco años, en especial, con si se permitirá la formación de burbujas crediticias, de activos y de gasto que conllevarían otra crisis, probablemente aún más grave que la anterior.

³³ En los Estados Unidos, el consumo creció más rápidamente que el PIB en prácticamente 0,4 puntos porcentuales desde mediados de la década de los noventa hasta el estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, puesto que su participación en el PIB pasó de situarse por debajo del 67% a situarse en el 71%.

Está claro que un abandono de las políticas excesivamente laxas no implica solamente una restricción monetaria, sino también una normalización de las políticas monetarias; lo que supone que la tasa de interés de los fondos federales vuelva a constituir el instrumento principal de política, que los balances generales de la Reserva Federal y el volumen de exceso de reservas que las instituciones depositarias mantienen en la Reserva Federal se reduzcan considerablemente; que la composición de activos de la Reserva Federal experimente cambios significativos, a saber, se abandonen los bonos del Tesoro a largo plazo y los valores con respaldo hipotecario creados para resolver la crisis y se regrese a los bonos del tesoro a corto y mediano plazo (Plosser, 2011). La restricción monetaria haría necesario el aumento de las tasas de interés sobre el exceso de reservas, lo que se vería reflejado en las tasas a largo plazo³⁴. Estas también aumentarían como resultado de la recomposición de la cartera. Aunque los balances de la Reserva Federal vuelvan a su normalidad (en términos de dimensión y composición) de forma gradual, podría producirse un incremento considerable de las tasas de interés. Según las proyecciones publicadas en un informe reciente del Tesoro de los Estados Unidos, basado en las expectativas de mercado tras un abandono de la política excesivamente laxa por parte de la Reserva Federal, una reducción monetaria aplicada desde principios de 2015 podría aumentar la tasa de interés a diez años en 200 puntos básicos para 2018, y la tasa de interés promedio sobre la deuda soberana de un 1,7% a un 4,3% durante los próximos diez años³⁵.

La modalidad utilizada para llevar a cabo el abandono de la política monetaria excesivamente laxa podría tener consecuencias significativas sobre el crecimiento y la estabilidad macroeconómica y financiera. Existe una gran incertidumbre al respecto, puesto que no existen muchos precedentes históricos de tasas de interés de límite inferior cero y expansión cuantitativa. Una de las posibilidades es que, dado el nivel elevado de desempleo y el importante déficit de producción que registra la economía, la Reserva Federal decida aplicar un abandono lento de la política laxa, con el fin de lograr objetivos reales, tal y como hizo durante la burbuja de las hipotecas de alto riesgo. También es posible que prefiera un proceso lento para proteger sus propios balances generales y sus transferencias al Tesoro frente a las pérdidas que puedan derivar de una disminución de los precios de los activos, y para evitar una conmoción repentina en los mercados financieros (Davies, 2013). En efecto, parece ser que la Reserva Federal considera que podría abandonar la tercera operación de expansión cuantitativa y mantener al mismo tiempo los tipos de interés bajos durante varios años más, con el fin de fomentar el crecimiento y el empleo y utilizar las denominadas

³⁴ A comienzos de mayo de 2013, el exceso de reservas de las instituciones depositarias en la Reserva Federal, definido como el total de reservas propias menos las reservas obligatorias, alcanzó los 1,75 billones, cuando en 2007 registraba menos de 2.000 millones. En octubre de 2008, se autorizó a la Reserva Federal a pagar intereses sobre las reservas que los bancos tenían en la Reserva Federal. Al explicar la estrategia de abandono de las políticas excesivamente laxas, el presidente de la Reserva Federal señaló que, «al aumentar la tasa de interés sobre las reservas, la Reserva Federal podrá establecer una tendencia al alza significativa sobre todas las tasas de interés a corto plazo, puesto que los bancos no suministrarán fondos a corto plazo a los mercados monetarios a tasas significativamente inferiores de las que podrían obtener al depositar reservas en los bancos de la Reserva Federal. Los aumentos reales y futuros de las tasas de interés a corto plazo se verán reflejados a su vez en las tasas de interés a largo plazo y, de manera más general, en las condiciones financieras» – Bernanke (2010).

³⁵ Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2013). Según proyecciones realizadas por Carpenter y otros (2012), los participantes del mercado no esperan que los balances generales de la Reserva Federal recuperen una «dimensión más normal» antes de agosto de 2017 ni que su composición vuelva a ser «normal» antes de septiembre de 2018.

regulaciones macroprudenciales para controlar la formación de burbujas, limitar los riesgos sistémicos y evitar la inestabilidad financiera³⁶.

Sin embargo, puede que no sea posible planificar este proceso sin poner en peligro la estabilidad financiera y macroeconómica. Por un lado, la política macroprudencial es un terreno apenas explorado; no se sabe con exactitud en qué consiste ni cómo debe aplicarse y vincularse a las esferas de políticas más extensas con influencia sobre los riesgos sistémicos, como la política monetaria. Las políticas macroprudenciales no podrán impedir la formación de burbujas crediticias y de activos ni la asunción excesiva de riesgos si hay una amplia disponibilidad de dinero a bajas tasas de interés. Es probable que deban ponerse en marcha instrumentos monetarios como parte de una política macroprudencial si las burbujas comienzan a amenazar la estabilidad, pero esto reduciría el crecimiento. Si no se aplican estos instrumentos, y las tasas de interés se mantienen a niveles demasiado bajos durante demasiado tiempo, podría iniciarse otro ciclo de auge y caída. Además, si se evita, de una forma u otra, la formación de burbujas crediticias y de activos, no está claro cómo podría lograrse un crecimiento rápido. Cuando el crecimiento de los salarios es lento, el gasto de los hogares no puede expandirse rápidamente si no se acumula deuda o si no se obtienen ganancias de capital en las burbujas de activos. A su vez, unas tasas de interés bajas pueden estimular la inversión empresarial, pero no pueden mantenerla sin una expansión fuerte del consumo y/o de las exportaciones.

Otra posibilidad es que, si lo que prevalece son las preocupaciones sobre los riesgos de la compra de activos, la expansión significativa de la liquidez de los bancos y la efectividad de las medidas macroprudenciales para controlar las burbujas, la Reserva Federal podría optar por un abandono rápido de las políticas excesivamente laxas una vez que el desempleo se haya situado por debajo del 6,5%. Según la tendencia reciente, es probable que esto ocurra más pronto de lo previsto³⁷. Ello daría como resultado un aumento de las tasas de interés y provocaría una fuerte conmoción en el sistema financiero al igual que ocurrió en 1994, pero podría evitar que se produjera un ciclo de auge y caída. Ocasionaría una ralentización del crecimiento y un fortalecimiento del dólar, una combinación que, sin lugar a dudas, traería problemas para los países en desarrollo. Para estos países, el peor escenario sería el de un abandono de las políticas laxas al estilo de Paul Volcker, expresidente de la Reserva Federal, puesto que esto elevaría las tasas de interés de los créditos a un día a cifras de dos dígitos. Un abandono demasiado rápido y una revaloración del volumen de la deuda, que aumentó considerablemente, podría provocar que los Estados Unidos experimentaran un aterrizaje brusco, puesto que los tenedores de bonos sufrirían pérdidas significativas y el gasto privado disminuiría.

³⁶ Según el presidente del Banco Reserva Federal de Minneapolis, es posible que las tasas de interés se mantengan a niveles excepcionalmente bajos durante los próximos cinco a diez años. Se ha reconocido que, si bien las tasas bajas podrían conllevar resultados financieros que supusieran un aumento de la inestabilidad y de los riesgos macroeconómicos, estos se pueden controlar mejor por medio de una supervisión y regulación efectiva del sector financiero que por medio de políticas monetarias – Kocherlakota (2013). Véase también Roubini (2013).

Los aumentos reales y futuros de las tasas de interés a corto plazo se verán reflejados a su vez en las tasas de interés a largo plazo y, de manera más general, en las condiciones financieras – Bernanke (2010).

³⁷ Parece ser que, durante la reunión de la Reserva Federal de enero de 2013, se manifestaron dichas preocupaciones – Oprita (2013a). También es sabido que los miembros de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal tienen fuertes reservas con respecto a la eficacia de las medidas macroprudenciales para limitar la asunción excesiva de riesgos – véase Roubini (2013).

Una posibilidad intermedia, en la que el abandono no sea ni muy rápido ni muy lento, lo que permitiría sostener un crecimiento relativamente fuerte sin que se vea amenazada la estabilidad financiera, parece imposible. La política monetaria excesivamente laxa se aplicó durante un periodo prolongado e intensificó la relación de compensación entre la estabilidad financiera y el crecimiento, puesto que permitió que se acumulara una liquidez bancaria considerable y distorsionó los balances generales de la Reserva Federal. Si la Reserva Federal apunta hacia el crecimiento y aplica un abandono lento, podrían formarse rápidamente burbujas crediticias y de activos, lo que podría ocasionar una caída económica. En cambio, si se centra en evitar la formación de burbujas y aplica un abandono rápido, podría reducir el crecimiento e incluso empujar la economía hacia una nueva recesión³⁸. Está claro que ninguna de estas opciones augura nada bueno para los países en desarrollo.

b. La zona del euro: perspectivas de crecimiento poco alentadoras

Las perspectivas a largo plazo para la zona del euro son aún más desalentadoras. Es probable que el desapalancamiento y la recuperación se mantengan extremadamente lentos en la periferia, y pasarán varios años antes de que muchos países logren recuperar las pérdidas de producto incurridas desde 2008. Aunque la zona del euro evite mayores turbulencias y logre estabilizarse, no podría alcanzar un crecimiento muy elevado con el enfoque político actual, lo que dificultaría mantener la estabilidad³⁹. El nivel de crecimiento en la zona del euro antes de la crisis era mediocre, apenas alcanzó el 2% anual durante el periodo entre 2002 y 2007, lo que, en gran medida, fue el resultado de la expansión impulsada por la deuda en la periferia. El nivel de crecimiento posterior a la crisis podría ser aún más débil.

La periferia no puede retornar a los gastos ilimitados y a los déficits por cuenta corriente elevados que ocasionaron la crisis. Como se ha mencionado anteriormente, para poder recuperar un crecimiento más rápido, debería haber un cambio significativo en las políticas aplicadas por Alemania y simetría en los ajustes entre los países con déficits y superávits en la zona del euro. Las tendencias recientes y las proyecciones de los balances externos muestran una disminución de los déficits en la periferia que no se corresponde con una reducción de los superávits en los países centrales, por lo que se deduce que la región registra un superávit con respecto al resto del mundo. En *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, publicado en abril de 2013, se prevé que para 2018 la zona del euro en su conjunto registrará un superávit por cuenta corriente del 2,5% respecto del PIB, una mejora con respecto al déficit del 0,7% que registraba en 2008. Ello significaría que la periferia reduciría el déficit, ya sea por medio de una desaceleración del crecimiento y de un desempleo elevado, o, al igual que Alemania, de una reducción de los salarios y una desinflación

³⁸ En *Perspectivas de la economía mundial* del FMI (abril de 2013: 36), se reconoce que el abandono de las políticas laxas podría ser problemático. Sin embargo, la preocupación principal es el surgimiento de una relación de compensación entre la estabilidad de los precios y la estabilidad financiera, más que entre el crecimiento y la estabilidad financiera; es decir que, un abandono muy lento podría conllevar un aumento de la inflación y una salida muy abrupta podría socavar la estabilidad financiera.

³⁹ A menudo se ha señalado que los eurobonos podrían resolver la crisis de la zona del euro al eliminar la amenaza de impago y por ende, de la prima de riesgo. Sin embargo, como ha reconocido Soros (2013), no podrían eliminar las divergencias intrazona en materia de competitividad ni los desequilibrios comerciales, por lo que no lograrían por sí solos restaurar el crecimiento.

competitiva, y por medio de un aumento de las exportaciones hacia el resto del mundo.

También existe un riesgo de una histéresis de la desaceleración del crecimiento y de un estancamiento consecuente del crecimiento, es decir, que el crecimiento debilitado genere su propio impulso negativo. En su último informe, la OCDE (2012: 50-52) advirtió que, en algunas economías avanzadas, «el crecimiento del producto se encuentra prácticamente en el umbral de la “velocidad de pérdida” prevista, o por debajo... por lo que estas economías corren el riesgo de que dinámicas endógenas retroalimentadas las empujen hacia una verdadera recesión». Cuando una reactivación cíclica se encuentra por debajo del umbral de la velocidad de pérdida, es probable que el crecimiento se debilite y que finalmente se vuelva negativo⁴⁰. Todas las proyecciones actuales indican que, en los próximos años, el crecimiento de la zona del euro se mantendrá por debajo de la velocidad de pérdida.

Por consiguiente, a no ser que se produzca un cambio significativo en las medidas de política aplicadas, la zona del euro podría verse atrapada en una deflación retroalimentada. Una debilidad prolongada de la actividad económica podría reducir la tasa de crecimiento potencial y la región podría estancarse en un crecimiento lento. En efecto, un estudio reciente de los efectos a largo plazo de la crisis en la zona del euro afirma que, de no aplicarse reformas audaces, los daños producidos por la crisis serán muy duraderos, y el crecimiento de la región se verá afectado de manera permanente (Boone y otros, 2013).

c. China: el fin del crecimiento espectacular impulsado por las exportaciones

La respuesta de China a las repercusiones de la crisis ha permitido reequilibrar la demanda interna y externa, pero ha profundizado el desequilibrio entre la inversión y el consumo, que ya había empezado a crecer en el periodo anterior a la crisis. La inversión ha sido el primer motor del crecimiento desde 2009 y el consumo ha crecido más rápidamente que el ingreso solamente de modo marginal. Sin embargo, China no puede seguir impulsando las inversiones para cerrar la brecha deflacionaria creada por la ralentización de las exportaciones en un contexto de una participación excepcionalmente baja de los salarios y los ingresos de los hogares con respecto al PIB. Ello incrementaría más la fragilidad financiera y los desequilibrios que la capacidad productiva y el crecimiento potencial. Tampoco puede retornar a un crecimiento impulsado por las exportaciones y aumentar constantemente su penetración en los mercados extranjeros puesto que enfrentaría resistencia, lo que podría provocar interrupciones en el sistema de comercio.

Independientemente de cómo se gestionen las fragilidades financieras existentes creadas por las burbujas crediticias y de inversión, es probable que, a mediano plazo, China experimente una caída significativa de su tendencia de crecimiento en comparación con las cifras de dos dígitos que registraba antes de la crisis, junto con un mayor equilibrio entre la demanda interna y externa y un restablecimiento gradual del equilibrio entre el consumo interno y la inversión. En

⁴⁰ Por informaciones sobre la pérdida de velocidad (*stall-speed* en inglés) consulte la OECD (2012: Box 1.3) y Ho y Yetman (2013). La analogía proviene de la aerodinámica – un avión que vuela a su velocidad de pérdida no puede ascender, y un avión que vuela por debajo de su velocidad de pérdida no puede dejar de descender.

efecto, un estudio llevado a cabo por un centro de investigación sobre desarrollo chino (Chinese Development Research Centre) sobre las perspectivas de crecimiento para China concluyó que, debido a varios factores relacionados con la oferta y la demanda, ya se está produciendo una transición hacia un crecimiento más lento y se espera que la tasa de crecimiento disminuya y se sitúe en el 6,5% entre 2018 y 2022, tras haber registrado cifras de dos dígitos durante tres décadas (Wolf, 2013b). A su vez, no se excluye la posibilidad de que China caiga en la trampa de la renta media (Bertoldi y Melander, 2013; ADB, 2011).

La transición de China a una trayectoria de crecimiento más lento durante los próximos años supone que su demanda de productos básicos se incrementará mucho más lentamente que en la década pasada. Esto no solo sería la consecuencia del crecimiento desacelerado, sino también del reequilibrio de la demanda hacia el consumo, que contiene un porcentaje mucho menor de insumos importados que las exportaciones o la inversión (Akyüz, 2011). Mejoras de la eficiencia en el uso de los materiales también podrían reducir el ritmo de demanda de materiales por parte de China (PNUMA, 2013). Si a esto se le suma un dólar fuerte, el resultado podría ser una pérdida significativa del impulso de los precios de los productos básicos, lo que interrumpiría el superciclo de los precios de los productos básicos y bajaría la media de los precios con respecto al patrón histórico observado (Erten y Ocampo, 2012).

Tampoco se puede esperar que China se convierta en una locomotora para las exportaciones de manufacturas en el mundo en desarrollo. Hasta el momento, sus importaciones de manufacturas de los países en desarrollo se han destinado principalmente a las exportaciones en lugar de al consumo interno, que tiene un porcentaje muy bajo de insumos importados (Akyüz, 2011). Un crecimiento más equilibrado entre las exportaciones y el consumo interno podría conllevar una ralentización del crecimiento de las importaciones de partes y piezas de otros países en desarrollo. A su vez, China no puede abandonar de la noche a la mañana la producción de manufacturas con mano de obra intensiva y poco calificada y convertirse en un mercado principal de manufacturas para países menos desarrollados trasladando estas industrias a países con costos más bajos en Asia Meridional Sudoriental y África, según un patrón de desarrollo regional en cuña.

V. CONCLUSIONES

La crisis de las economías avanzadas ha agravado el problema del subconsumo que la economía mundial ha tenido que afrontar como consecuencia de la caída creciente de la participación de los salarios en el ingreso y el aumento de la concentración de la riqueza. El aumento de la desigualdad ya no es solamente un problema social. También se ha convertido en un problema macroeconómico grave, que pone en peligro la capacidad de la economía mundial para lograr un crecimiento fuerte y sostenido y una estabilidad financiera. Para encontrar una solución, se deben tomar medidas enérgicas con respecto a las causas del problema, a saber, la financiarización, la reducción del estado de bienestar y la globalización de la producción. Sin embargo, las probabilidades de que se produzcan cambios radicales en estas esferas son muy reducidas. Por consiguiente, tras la crisis, la economía mundial volverá a registrar ciclos de auge y caída impulsados por las finanzas, con lo que experimentará expansiones no sostenibles seguidas de crisis graves y prologandas, o deberá conformarse con una trayectoria de crecimiento lento. Es en

este contexto que los países en desarrollo deben reconsiderar sus políticas de desarrollo.

La « Gran Recesión » no solo ha conllevado una « Gran Desaceleración » en los países en desarrollo (*The Economist*, 2012), lo que ha provocado que las tasas de crecimiento se sitúen por debajo de la velocidad de pérdida en algunos países, sino que también es culpable de que las perspectivas a mediano plazo para la economía mundial sean desalentadoras en comparación con los años anteriores a la crisis y, en algunas esferas, incluso en comparación con los comienzos de la crisis. Por consiguiente, el auge rápido del Sur que había comenzado en los primeros años del nuevo milenio parece haber llegado a su fin, lo que no resulta sorprendente, ya que, tal como había mencionado Yilmaz Akyüz en un documento publicado en 2012, el desempeño excepcional de los países en desarrollo en vísperas de la crisis fue impulsado principalmente por unas condiciones mundiales excepcionales. Existían muy pocos indicios de mejoras tangibles de los fundamentos económicos subyacentes en los países en desarrollo que registraban una aceleración del crecimiento.

La aceleración del crecimiento no se vio acompañada por un avance de la industrialización, sin la cual la mayoría de los países en desarrollo no podrán alcanzar niveles de vida y de productividad de las economías avanzadas. De los países BRICS (el Brasil, Rusia, la India, China y Sudáfrica), solamente China promete subir de categoría y alcanzar un crecimiento convergente sostenido, aunque el camino no será fácil. El Brasil, Rusia y Sudáfrica siguen dependiendo en gran medida de los productos básicos y han aumentado esta dependencia al expandir más este sector en relación con la industria. Los dos determinantes principales del crecimiento en América Latina y África, los productos básicos y las corrientes de capital, están fuera del control estatal y son susceptibles de experimentar cambios drásticos y repentinos. La tasa media de crecimiento potencial en América Latina apenas alcanza el 3%, un nivel demasiado bajo, aunque fuera constante, para reducir la brecha de ingreso con las economías avanzadas. Muchas economías de reciente industrialización (ERI) de segundo nivel en Asia parecen haber quedado atrapadas en la trampa de la renta media, por lo que deben hacer frente a la competencia de los países de nivel inferior, pero no pueden modernizarse para competir con los países más avanzados, a saber, las ERI de primer nivel y el Japón. La economía de la India ha dependido del suministro de mano de obra que el país ofrece al resto del mundo, pero no ha aumentado el valor añadido de esta, sino que ha exportado trabajadores poco calificados y del sector de la informática, así como de otros servicios, que representan una proporción muy pequeña de su fuerza de trabajo total (Nabar-Bhaduri y Vernengo, 2012).

Tal como ha expresado un experto en desarrollo, « no sería conveniente que los países en desarrollo confíen en vientos a favor, puesto que es probable que estos debiliten, se vuelvan más volátiles, o que sucedan ambas cosas » (Torre, 2013). El desempeño notable de la mayoría de los países en desarrollo durante la década pasada corre el riesgo de convertirse en un « éxito excepcional » a no ser que estos países aumenten la inversión productiva, aceleren el crecimiento de la productividad y logren avances significativos en materia de industrialización. Se han exagerado las ventajas de la globalización para los países en desarrollo. Su desarrollo ha quedado principalmente en manos de las fuerzas de mercado internacionales, controladas principalmente por las políticas de las economías avanzadas, y por los conglomerados

financieros y corporaciones transnacionales que controlan las cadenas de producción internacionales.

Pese a que el Sur está cada vez más desilusionado de las políticas del Consenso de Washington estas siguen vigentes en la práctica. En las últimas dos décadas, prácticamente no se han modificado las políticas aplicadas y las instituciones creadas según los principios de ese consenso. Por el contrario, la función y los efectos de las fuerzas de mercado mundiales sobre el desarrollo de los países en desarrollo han aumentado como resultado de la liberalización unilateral del comercio, de las inversiones y las finanzas o de los tratados de bilaterales de inversión y tratados de libre comercio con las economías avanzadas. Los países en desarrollo deben aplicar la misma selectividad con respecto a la globalización que las economías avanzadas, y deben reconsiderar su integración en el sistema económico mundial, reconociendo que el éxito de la industrialización no está relacionado ni con la autarquía ni con la integración total, sino con una integración estratégica, que se sirva de los mercados internacionales, la tecnología y las finanzas con el fin de alcanzar un desarrollo industrial.

Para alcanzar estos objetivos, se debe encontrar un equilibrio entre las fuerzas externas e internas de crecimiento y desarrollo. Desde que se dejaron de aplicar políticas de sustitución de importaciones orientadas hacia el interior, se ha perdido el equilibrio. Debe reducirse la dependencia con respecto a los mercados y capitales internacionales. También es necesario redefinir la función del Estado y los mercados, no solo en el aspecto financiero, sino también en las esferas claves que afectan la industrialización y el desarrollo, teniendo en cuenta que, para lograr la industrialización de un país, deben aplicarse políticas activas.

BIBLIOGRAFÍA

- 📖 Akyüz, Y. (2006). «From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation». Third World Network (TWN), Global Economy Series 8. Penang, Malasia.
- 📖 Akyüz, Y. (2007). «Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal». DESA Working Paper 61 del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, noviembre.
- 📖 Akyüz, Y. (2008). «The Current Global Financial Turmoil and Asian Developing Countries». Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP), ESCAP Series on Inclusive and Sustained Development 2, Bangkok; y Third World Network (TWN) Global Economy Series 11. Penang, Malasia.
- 📖 Akyüz, Y. (2010). Perspectivas económicas mundiales: es posible que la recesión haya pasado, pero qué sigue ahora? Documento de investigación 26, Centro del Sur, abril de 2010.
- 📖 Akyüz, Y. (2011). «Export Dependence and Sustainability of Growth in China and the East Asian Production Network». China and World Economy, 19(1) enero de 2011.
- 📖 Akyüz, Y. (2012). «¿Se puede hablar de un extraordinario auge del Sur?» Documento de Investigación 44 del Centro del Sur, marzo de 2012.
- 📖 Alfieri, A. e I. Havinga (2006). «Definition of remittance». Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, <http://unstats.un.org/unsd/tradeserv/tsg3-feb06/tsg0602-14.pdf> (Fecha de último acceso: junio de 2014)
- 📖 Anderlini, J. (2013). «Global Insight: Debt threat to China's financial system». Financial Times, 16 de abril de 2013.
- 📖 Atoyan, R., J. Manning y J. Rahman (2013). «Rebalancing: Evidence from Current Account Adjustment in Europe». Fondo Monetario Internacional (FMI), Working Paper WP 13/74WP 13/74, Washington, D.C.
- 📖 Banco Asiático de Desarrollo (ADB) (2011). «Asia 2050: Realizing the Asian Century», Manila.
- 📖 Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2013). «Las Remesas a América Latina y el Caribe en 2012: Comportamiento diferenciado entre subregiones». <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getDocument.aspx?DOCNUM=37735715> (Fecha de último acceso: junio de 2014).

- 📖 Banco Mundial (2012). «Migration and Development Brief 19». Noviembre de 2012. Washington, D.C.
- 📖 Bernanke, B. (2010). Testimonio. «Federal Reserve's exit strategy». Declaración ante el Comité de Servicios Financieros Cámara de Representantes de los Estados Unidos, Washington, D.C., febrero de 2010. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm> (Fecha de último acceso: junio de 2014)
- 📖 Bernanke, B. (2012). «The Economic Recovery and Economic Policy». Comentarios ante el Club Económico de Nueva York, Nueva York, 20 de noviembre de 2012. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121120a.htm> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Bernanke, B. (2013). «Monitoring the Financial System». Discurso en 42ª Conferencia Anual sobre Estructura y Competencia Bancaria del Banco de la Reserva Federal de Chicago, Chicago, Illinois, 10 de mayo de 2013. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Bertoldi, M, y A. Melander (2013). «Is China transitioning to a lower growth plateau?» Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Economic Brief 18, enero de 2013, Comisión Europea.
- 📖 Blanchard, O. y D. Leigh (2013). «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», Fondo Monetario Internacional, Working Paper 13/1, enero de 2013, Washington D.C.
- 📖 Blinder, A. S, y M. Zandi (2010). «How the Great Recession was Brought to an End». <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/end-of-great-recession.pdf> (Fecha de último acceso: junio de 2014)
- 📖 Boone, L., C. Renucci, R. Segura-Cayuela (2013). «Eurozone: Looking for Growth». Marzo de 2013. <http://www.voxeu.org/article/eurozone-looking-growth> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Burda, M. et al. (2012). «In support of a European banking union, done properly: A manifesto by economists in Germany, Austria and Switzerland». <http://www.voxeu.org/article/manifesto-banking-union-economists-germany-austria-and-switzerland> (Fecha de último acceso: marzo de 2012).
- 📖 Canuto, O., M. Cavallari, y J. G. Reis (2013). «Brazilian Exports. Climbing Down a Competitiveness Cliff», Banco Mundial, Policy Research Working Paper 6302, enero de 2013.
- 📖 Carpenter, S., J.E. Ihrig, E.C. Klee, A.H. Boote, y D.W. Quinn (2012). «Finance and Economics Discussion Series», División de Investigación y Estadísticas y Asuntos Monetarios, Junta de la Reserva Federal, Washington, D.C., agosto de 2012.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201256/201256pap.pdf> Fecha de último acceso: junio de 2014).

- 📖 Cetorelli, N. y L.S. Goldberg (2010). «Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis». Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Staff Report 446, mayo de 2010. Nueva York.
- 📖 Chen, R., G-M. Milesi-Ferretti y T. Tressel (2012). «External Imbalances in the Euro Area». Fondo Monetario Internacional, Working Paper 12/236, Washington, D.C.
- 📖 Claessens, S., C. Pazarbasioglu, L. Laeven, M. Dobler, F. Valencia, O. Nedelescu, y K. Seal (2011). «Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis», Fondo Monetario Internacional, Staff Discussion Note, SDN 11/05, marzo de 2009.
- 📖 Conference Board (2013). The Conference Board Economic Forecast for the US Economy, March 13. https://hcexchange.conference-board.org/pdf_free/economics/2013_03_131.pdf (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Dadush, U., L. Falcao y S. Ali (2009). «The unequal impact of the Economic Crisis». International Economic Bulletin, Carnegie Endowment, Julio de 2009. <http://carnegieendowment.org/2009/07/09/unequal-impact-of-economic-crisis/2q7e> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Davies, G. (2013). «Fed's Exit will be gradual and difficult». Financial Times, marzo de 2013. <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/03/17/feds-exit-will-be-gradual-and-difficult/> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 De Grauwe, P. (2010). «Fighting the Wrong Enemy». Vox, mayo de 2010. <http://www.voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Departamento de Trabajo de los Estados Unidos (2013). Oficina de Estadísticas Laborales. <http://www.bls.gov/bls/unemployment.htm> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2013). «Fiscal Year 2013 Q2 Report». Office of Debt Management. Treasury Borrowing Advisory Committee Discussion Charts by Calendar Year. 2013 Second Quarter. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/quarterly-refunding/Pages/TBAC-Discussion-Charts.aspx> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Dooley, M.P., y M.M. Hutchinson (2009). «Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-recoupling Hypothesis», NBER Working Paper 15120, marzo de 2009.

- 📖 *Emerging Markets* (2013). «China hard landing fears resurface in survey. Marzo de 2013». <http://www.emergingmarkets.org/Article/3174746/China-hard-landing-fears-resurface-in-survey.html> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Erten, B. y J. A. Ocampo (2012). «Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century». Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, Working Paper 110, febrero de 2012.
- 📖 Farooki, M.Z. y R. Kaplinsky (2011). «The Impact of China on Commodity Prices». London: Francis y Taylor.
- 📖 Farooki, M.Z. (2012). «China's Metals Demand and Commodity Prices: A Case of Disruptive Development?» *European Journal of Development Research*, 24(1): 56-70.
- 📖 Ferguson, N. (2013). «Currency wars are best fought quietly». *Financial Times*, Opinion, enero de 2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cdc80aa0-6638-11e2-b967-00144feab49a.html#axzz2PDTzy8AU> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Fidler, S. (2013). «Peril for Euro Zone Hangs on Small Sum». *The Wall Street Journal*, marzo de 2013.
- 📖 Filimonov, V., D. Bicchetti, N. Maystre, y D. Sornette (2013). «Quantification of the High Level of Endogeneity and of Structural Regime Shifts in Commodity Markets», Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) Discussion Paper, noviembre de 2013.
- 📖 *Financial Times* (2012). «Editorial: Waiting for Growth. Bank of England must get its Money into the Economy». Agosto de 2012.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2011). «Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues». Country Report No. 11/185, julio de 2011. Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2012a). «2012 Spillover Report», julio de 2012, Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2012b). «World Economic and Financial Surveys. Fiscal Monitor», octubre, Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2013a). «Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GSFR)», abril, Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2013b). «World Economic and Financial Surveys». Fiscal Monitor, abril, Washington, D.C.

- 📖 Fondo Monetario Internacional (2013c). «Perspectivas económicas. Las Américas. Tiempo de reforzar las defensas macroeconómicas», mayo de 2013, Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional WEO (varias ediciones). «Perspectivas de la Economía mundial», Washington, D.C.
- 📖 Frost, R. (2013). «China Will Tighten Policies to Cut Crisis Risk», Nomura Says. Bloomberg, marzo de 2013. <http://www.bloomberg.com/news/2013-03-16/china-may-tighten-policies-to-contain-growing-risks-nomura-says.html> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Goldman Sachs (2013). «U.S. Fiscal Issues: The Debt Limit Debate». <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/focus-on/fiscal-cliff/debt-limit-report-april-2013.html> (Fecha de último acceso: abril de 2013).
- 📖 Gros, D. (2011). «External versus domestic debt in the euro crisis». Mayo de 2011 www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Hay, G. y N. Unmack (2012). «Breaking Views: Spain's bank rescue is part bail-in, part bail-out». Reuters, noviembre de 2012. <http://in.reuters.com/article/2012/11/29/idINL4N0991X420121129> (Fecha de último acceso: junio de 2013).
- 📖 Herndon, T., M. Ash y R. Pollin (2013). «Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff». PERI Working Paper 322, Universidad de Massachusetts, Amherst, abril de 2013.
- 📖 Ho, W-Y. A. y J. Yetman (2013). «Do economies stall? The international evidence,» Banco de Pagos Internacionales (BPI) Working Papers 407, marzo de 2013.
- 📖 Instituto de Finanzas Internacionales (varias ediciones). «Capital Flows to Emerging Market Economies».
- 📖 Kim, C. (2013). «South Korea Unveils Fiscal Package to Support Growth - Economy». Bloomberg, abril de 2013. <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-16/south-korea-proposes-17-2-billion-stimulus-to-boost-economy.html> (Fecha de último acceso: junio de 2014)
- 📖 Kocherlakota, N. (2013). «Low Real Interest Rates». Discurso en la 22a Conferencia Anual Hyman P. Minsky, Levy Economics Institute of Bard College, Nueva York, abril de 2013, Banco de la Reserva Federal de Minneapolis. Discursos de presidentes. www.minneapolisfed.org/about/howeare/pres_research.cfm? (Fecha de último acceso: junio de 2013).

- 📖 Koopman, R., W. Powers, Z. Wang, y S-J. Wei (2010). «Give Credit Where Credit is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains», Oficina Nacional de Investigación Económica de los Estados Unidos (NBER, por sus siglas en inglés), Working Paper 16426.
- 📖 Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Paineira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, y N. Teles (2010). «The Eurozone between Austerity and Default», RMF Occasional Report, September. www.researchonmoneyandfinance.org (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Lavoie, M. y E. Stockhammer (2012). «Wage-led growth: Concept, theories and policies». Conditions of Work and Employment Series 41, Organización Internacional del Trabajo, Ginebra.
- 📖 Lund, S., T. Daruvala, R. Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek, y R. Falcón (2013). «Financial Globalization. Retreat or Reset». Marzo de 2013. http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Marcus, G. (2012). «Consider the small nations caught in the central bank crossfire». *Financial Times*, mayo de 2012.
- 📖 Massa, I., J. Keane, y J. Kennan (2012). «The euro zone crisis and developing countries», Working Paper 345, Instituto de Desarrollo de Ultramar, Londres.
- 📖 Nabar-Bhaduri, S., y M. Vernengo (2012). «Service-led growth and the balance of payments constraint in India: An unsustainable strategy». Universidad de Utah, Departamento de Economía, Working paper, junio de 2012. http://economics.utah.edu/publications/2012_06.pdf (Fecha de último acceso: junio de 2012).
- 📖 Naciones Unidas (varias ediciones). «Situación y perspectivas de la economía mundial», Naciones Unidas, Nueva York.
- 📖 Oprita, A. (2013a). «Emerging markets in correction, rather than trend reversal». Emerging Markets, 21 February. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3158594/Emerging-markets-in-correction-rather-than-trend-reversal.html> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Oprita, A. (2013b). «IMF warns on emerging markets corporate debt». Emerging Markets. 17 April. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3192541/IMF-warns-on-emerging-markets-corporate-debt.html> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2012). «Economic Outlook, 92», noviembre de 2012, París.

- 📖 Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2013a). «Economic Surveys, China», marzo de 2013. París.
- 📖 Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2013b). «Quarterly Employment Situation». News Release: 4th Quarter of 2012. Abril de 2012, París.
- 📖 Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2013c). «Crisis squeezes income and puts pressure on inequality and poverty». www.oecd.org/social/inequality.htm (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Ortiz, I. and P, Cummings (2013). «The Age of Austerity – A Review of Public Expenditures and Adjustment Measures in 181 Countries». Documento de Investigación de la Iniciativa para el Diálogo Político y el Centro del Sur, marzo de 2013.
- 📖 Palley, T.I. (2013). «Europe’s Crisis without End: The Consequences of Neoliberal Run Amok». Instituto de Macroeconomía e Investigación Coyuntural, Working Paper, 111, marzo de 2013, Dusseldorf, Alemania.
- 📖 Plosser, C.I. (2011). «The US economic outlook and the normalization of monetary policy». Discurso en la conferencia anual de la Society of Business Economists, Londres, junio de 2011. www.bis.org/review/r110622g.pdf (Fecha de último acceso: junio de 2014.).
- 📖 Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (2013). «Recent Trends in Material Flows and Resource Productivity in Asia and the Pacific». Bangkok.
- 📖 Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2010). «Growth in a Time of Debt». NBER Working Paper 15639.
- 📖 Reinke, J. (2007). «Remittances in the Balance of Payments Framework: Current Problems and Forthcoming Improvements. Seminar on Remittance Statistics». The Center of Excellence in Finance, Ljubljana, 26 de febrero a 2 de marzo de 2007. www.imf.org/external/np/sta/bop/pdf/rem.pdf (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Reuters (2012). «IMF chief economist says crisis will last a decade». Octubre de 2012. www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003 (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Roubini, N. (2013). »The Trapdoors at the Fed’s Exit». Economist, abril de 2013. www.economonitor.com/blog/2013/04/the-trapdoors-at-the-feds-exit/ (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Saez E. (2012). «Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States» (Updated with 2009 and 2010 estimates), enero de 2013, <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-USStopincomes-2011.pdf> (Fecha de último acceso: marzo de 2013).

- 📖 Singh, K. (2010). «Financial Crisis Conducive to Instability of Asia's Currency Markets: South Korea Imposes Currency Controls». Global Research 23 June. <http://www.globalresearch.ca/financial-crisis-conducive-to-instability-of-asia-s-currency-markets-south-korea-imposes-currency-controls/19857> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Sinn, H-W. (2011). «Germany's capital exports under the euro». Vox, 2 de agosto de 2011. www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Soros, G. (2013). «How to save the EU from the Euro Crisis»– discurso completo, *The Guardian*, 9 de abril de 2013. <http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Stiglitz, J.E. (2013). «Inequality Is Holding Back the Recovery». The New York Times Opinionator, 19 de enero de 2013. <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Stockhammer, E. (2012). «Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution». Conditions of Work and Employment Series No. 35, Organización Internacional del Trabajo, Ginebra.
- 📖 *The Economist* (2012). «The Great Slowdown», julio de 2012. <http://www.economist.com/node/21559339> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 *The Wall Street Journal* (2013). «Economists: China Mirrors U.S. on Eve of Financial Crisis», marzo de 2013
- 📖 Torre de la, A. (2013). «Unwise to keep counting on tail winds». Emerging Markets, Comment and Opinion, 16 March. <http://www.emergingmarkets.org/?LS=EMS803497> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Turner, A. (2013). «Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this Mess?» Annual address, Cass Business School, 6 de febrero de 2013. www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 UNCTAD (2009). «Global economic crisis: implications for trade and development». Informe de la Secretaría de la UNCTAD, TD/B/C.I/CRP.1, mayo de 2009.
- 📖 UNCTAD TDR (varias ediciones). «Informe sobre el comercio y el desarrollo». Naciones Unidas: Ginebra.

- 📖 Weisbrot, M., y H. Jorgensen (2013). «Macroeconomic Policy Advice and the Article IV Consultations: A European Union Case Study». Center for Economic Policy Research, enero de 2013.
- 📖 Wessel, D. (2012). «Gloomy Ben: Bernanke Says Great Recession Reduced U.S. Potential Growth Rate». *The Wall Street Journal*, noviembre de 2012.
- 📖 White, W.R. (2012). «Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences». Banco de la Reserva Federal de Dallas, Instituto de Globalización y Política Económica. Working Paper No. 126, septiembre de 2012. <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf> (Fecha de último acceso: junio de 2014).
- 📖 Wolf, M. (2013a). «The Case for Helicopter Money». *Financial Times*, 12 febrero de 2013.
- 📖 Wolf, M. (2013b). «Why China's economy might topple». *Financial Times*, 2 abril de 2013.
- 📖 Yellen, J.L. (2013a). «A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response». Comentarios realizados en la conferencia "A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity", auspiciada por la AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, y el Instituto de Macroeconomía e Investigación Coyuntural de Washington, D.C., 11 de febrero. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130211a.htm> (Fecha de último acceso: febrero de 2013).
- 📖 Yellen, J.L. (2013b). Discurso en la conferencia «Rethinking Macro Policy II», auspiciada por el Fondo Monetario Internacional, April 16, Washington, D.C. Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.htm> (Fecha de último acceso: junio de 2014).



CENTRO DEL SUR

**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Ginebra 19
Suiza**

**Teléfono: (41 22) 791 8050
Fax: (41 22) 798 8531
Email: south@southcentre.int**

**Sitio Web:
<http://www.southcentre.int>**