

## Estados Unidos se recupera, pero acechan los problemas fiscales



La inversión en vivienda en Estados Unidos ha afianzado la demanda interna.

*Las consultas del Artículo IV con el Gobierno de Estados Unidos sobre la economía del país se realizaron en un clima de incertidumbre acerca de la solidez de la recuperación. Los últimos datos han sido alentadores, pero el personal del FMI advirtió que los efectos remanentes del colapso de la burbuja de los precios de las acciones todavía podrían amortiguar la actividad, de modo que no es posible dar por sentado que habrá una recuperación duradera. En vista de las grandes obligaciones sin financiamiento previsto de los sistemas públicos de jubilación y salud y el reciente deterioro de la posición fiscal federal, el personal también planteó su inquietud acerca de la viabilidad fiscal, señalando el riesgo relacionado con el desplazamiento de la inversión privada por los déficit fiscales y el aumento del creciente déficit en cuenta corriente. Estos problemas y su análisis pueden encontrarse en dos documentos disponibles en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org/external/country/usa/index.htm](http://www.imf.org/external/country/usa/index.htm)).*

Esta economía comienza a dar señales más intensas de una expansión de base amplia, después *(Continúa en la página 234)*

### Entrevista a James Hamilton

## El fluir de la relación entre los precios mundiales del petróleo y las recesiones en Estados Unidos

*Pocas tesis de doctorado hacen olas en los mares académicos. La de Jim Hamilton, sí: publicada en 1982, causó un revuelo al proponer que el alza de los precios mundiales del petróleo había influido en casi todas las recesiones modernas sufridas por Estados Unidos, incluso las de los años cincuenta. Hamilton es hoy un famoso economista en la Universidad de California (San Diego) y ha dedicado gran parte de los últimos 20 años a estudiar la relación siempre cambiante entre los precios del petróleo y la economía. Habla con Prakash Loungani de sus conclusiones.*

**LOUNGANI:** ¿Cuál ha sido la reacción que suscitó su tesis?

**HAMILTON:** Mis asesores de tesis en Berkeley eran un poco escépticos, pero me apoyaron. A muchos economistas les costó creer que hubiera una relación tan patente de la que nadie se hubiera dado cuenta. Cuando Robert Hall habló de mi tesis en



James Hamilton: "Los datos mostraban que seis de las siete recesiones que sufrió Estados Unidos desde 1947 estuvieron precedidas por una fuerte alza del precio del petróleo."

una gran conferencia en esa época, dijo "¡Lo primero que pensé cuando la lei es que Hamilton había inventado los datos!" *(Continúa en la página 237)*

233  
Estados Unidos  
camino a la  
recuperación

233  
El precio mundial del  
petróleo y las  
recesiones  
estadounidenses

238  
La toma de riesgos y  
la competencia en el  
sector bancario

239  
El control del riesgo  
y el desarrollo de los  
mercados financieros

242  
Michael Moore y la  
globalización

243  
¿Estimula la OMC  
el comercio  
internacional?

246  
Seminario del  
Instituto de  
Empresa de  
Estados Unidos  
sobre el mercado  
cambiario

247  
Reorganización del  
FMI

y...

241  
Publicado en Internet

245  
Publicaciones  
recientes

248  
Tasas del FMI

## Estados Unidos camino a la recuperación

(Continuación de la página 233) de recuperarse en forma dispar y lenta de una breve recesión en 2001, pero ha podido capear una serie de conmociones, entre ellas la caída del mercado de valores más grande de la posguerra, los atentados del 11 de septiembre, escándalos y quiebras de empresas y la guerra en Iraq. El desempleo subió relativamente poco durante ese período y las grandes quiebras fueron

el auge de los precios de la vivienda y el fuerte incremento del ingreso disponible, sostuvieron la demanda interna. Los hogares pudieron aumentar el ahorro —que había caído a un 2% antes de la recesión— a un 3½% a principios de 2003. Los intereses a largo plazo se recuperaron y la ola de refinanciamientos se ha frenado un poco, pero se prevé que los altos precios de la vivienda continuarán alimentando el gasto de consumo a corto plazo.

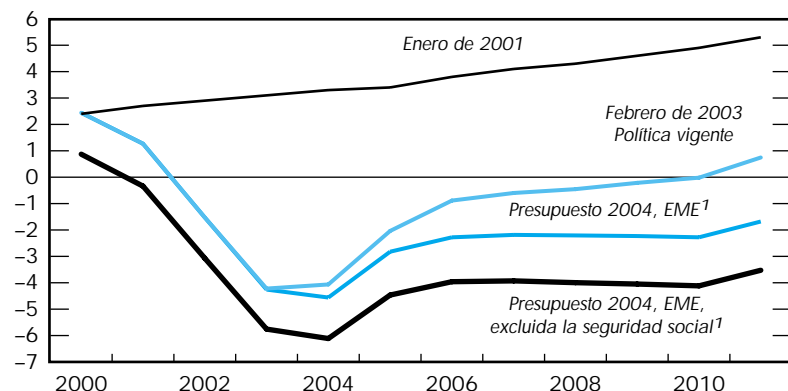
En cambio, la inversión fija empresarial, que cayó de valores altísimos en relación con el PIB en 2000–2001, no se ha recuperado tan decididamente como en períodos anteriores. No obstante, las compras de equipos y programas informáticos muestran signos de afianzamiento desde mediados de 2002, salvo una breve interrupción en el primer trimestre de 2003. La inversión en estructuras no residenciales quizás haya tocado fondo en vista de los altos índices de desocupación de locales industriales hasta principios de 2003.

Como el aumento de la productividad se ha mantenido, en los últimos meses ha mejorado la confianza de los mercados financieros. La reducción de la fuerza laboral de 2002 contribuyó a un descenso de 2% del costo unitario de mano de obra y un aumento de 5¼% de la productividad, la tasa anual más rápida de los últimos 50 años. Como resultado, en el segundo trimestre de 2003, las ganancias comenzaron a recuperarse y muchas empresas superaron los pronósticos. También parece haberse moderado la mayor aversión al riesgo provocada por los escándalos contables y los preparativos para la guerra en Iraq, factores que han influido en la recuperación de los mercados de valores y la reducción del margen de los bonos empresariales.

En tanto, una demanda débil en el exterior y la fuerza que tuvo el dólar han sido un lastre para la economía. El volumen de las exportaciones comenzó a recuperarse un poco en 2002, pero volvió a caer al final del año y en el primer semestre de 2003. Los volúmenes de importación, en cambio, se han recuperado con firmeza, en razón de las compras de bienes de consumo y suministros industriales. Estos factores y los precios más altos del petróleo ayudaron a llevar el déficit en cuenta corriente a un récord del 5¼% del PIB en el primer trimestre de 2003. Las entradas de capital privado disminuyeron dado que los diferenciales de tasas de interés y la actitud de los inversionistas respecto a los valores de renta variable de Estados Unidos fueron menos favorables. Aunque esta disminución se compensó con la reducción de las inversiones en el extranjero de los residentes estadounidenses y el

### Grandes déficit en lugar de superávit fiscales

Porcentaje del PIB; ejercicios



¹Estimaciones del personal técnico del FMI, según el examen de mitad del ejercicio 2004, presupuesto del Gobierno de Estados Unidos (julio de 2003).

absorbidas sin impacto sistémico en los intermediarios financieros.

La flexibilidad demostrada por el país es atribuible en cierta medida a unas propicias políticas monetaria y fiscal. La meta de la Reserva Federal para la tasa de los fondos federales se redujo en 475 centésimos de punto porcentual en 2001 y otros 75 desde noviembre de 2002. En el frente fiscal, se promulgaron recortes impositivos sustanciales en junio de 2001 y mayo de 2003; las leyes de marzo de 2002 aumentaron los incentivos para la inversión y ampliaron los beneficios del desempleo; y el gasto vinculado con defensa y seguridad aumentó significativamente en 2002 y 2003, lo que hizo que el saldo presupuestario unificado del gobierno federal pasara de un superávit de 2½% del PIB en el ejercicio de 2000 a un déficit que probablemente superará el 4% en el de 2003. Como la desaceleración económica también pesa mucho en el ingreso estatal y local, el déficit combinado del gobierno general podría llegar al 6% del PIB en 2003.

### Fuentes de renovada fuerza

Estas medidas fueron muy eficaces para respaldar la demanda de los hogares. El gasto de consumo y la inversión residencial, gracias a los bajos intereses,

aumento de las compras de activos en dólares de EE.UU. por los bancos centrales extranjeros, el dólar se depreció en términos nominales en un 15% entre febrero de 2002 y junio de 2003.

El FMI prevé que la expansión de la actividad cobrará impulso en el último semestre de este año, y el crecimiento anual del PIB subirá de un 2½% en 2003 a un 3¾% en 2004. Queda por ver si el ajuste vinculado con el colapso de la burbuja bursátil ha terminado y preocupa el riesgo de no cumplir lo previsto en vista de la debilidad de la actividad comercial y las condiciones de empleo. Como en la economía la capacidad ociosa sigue siendo significativa, se prevé que la inflación global del IPC caerá a un 1¼% en 2004 antes de recuperarse un poco con el cierre previsto de la brecha de producción.

**Cuidado con el déficit fiscal**

Pese a que aparentemente las perspectivas de crecimiento a mediano plazo son bastante favorables, los recortes impositivos recientes intensificaron las inquietudes acerca del rumbo del déficit fiscal. Sin duda, hasta ahora la política fiscal ha contribuido a la recuperación pero las medidas tributarias han debilitado la posición fiscal y el país está todavía menos preparado para enfrentar la jubilación de la generación de posguerra a finales de esta década (véase el gráfico, pág. 234). Un déficit fiscal continuado terminará por desplazar la inversión, menoscabará el aumento de la productividad norteamericana y aumentará el déficit ya grande en cuenta corriente, agotando más el ahorro mundial e incrementando el riesgo de desorden en los mercados bursátiles.

La debilidad del dólar de EE.UU. durante 2002–2003 acentuó la incertidumbre y puede plantear un reto para la gestión macroeconómica en los países con los que negocia. Aunque su reciente depreciación ha contribuido a bajar gradualmente el gran déficit en cuenta corriente, si se debilita más la actitud de los inversionistas y hay turbulencia en el mercado bursátil, podría haber repercusiones adversas interna y externamente. La firme decisión de reducir el déficit fiscal a mediano plazo y un fuerte crecimiento de los países asociados ayudarían a asegurar un ajuste ordenado del déficit en cuenta corriente, apoyado en el fortalecimiento del ahorro nacional y no en una inversión y un crecimiento más débiles en Estados Unidos.

Habida cuenta de esto, el personal consideró que la tarea más difícil para las autoridades es establecer un enfoque creíble para hacer frente a la presión fiscal a más largo plazo, controlando al mismo tiempo el riesgo inmediato para la recuperación. En su opinión, la política monetaria debe ser la primera línea de defensa contra toda nueva señal

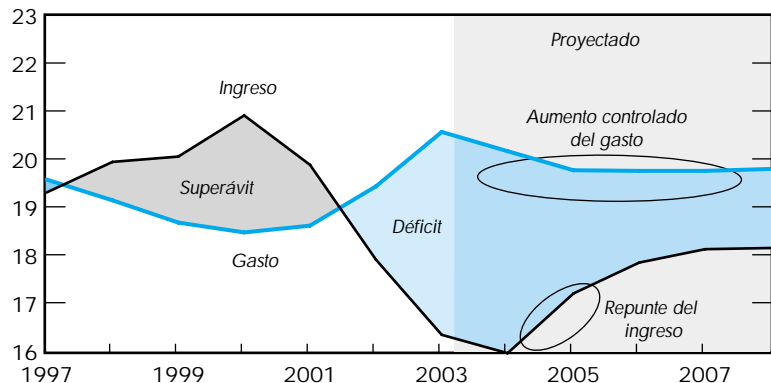
de debilidad. La Reserva Federal ha respondido acertadamente a la desaceleración económica pero quizá tenga que moderar la política si la recuperación no cobra impulso. Con la inflación en niveles próximos a los mínimos de la posguerra y las tasas de interés cercanas a cero, la respuesta apropiada es una acción decidida para anticiparse a cualquier posible riesgo de deflación y respaldar una recuperación sólida.

**Se necesita consolidación fiscal a mediano plazo...**

Las recomendaciones del personal sobre viabilidad fiscal tuvieron como guía dos objetivos principales. El primero, volver a equilibrar el presupuesto federal, excluida la seguridad social, a mediano plazo, una meta con la que coincide el gobierno. Éste pro-

**Los grandes déficit fiscales persisten incluso con hipótesis optimistas de ingreso y gasto**

Porcentaje del PIB; ejercicios



Fuente: Examen de mitad del ejercicio 2004, presupuesto del Gobierno de Estados Unidos (julio de 2003).

yecta una reducción del coeficiente déficit-PIB en los próximos años, pero sobre la base de supuestos como un marcado incremento del ingreso tributario y límites estrictos del gasto discrecional, salvo defensa y seguridad interna, lo que tal vez sea optimista, sobre todo porque todavía falta definir (véase el gráfico) las políticas que fijarán límites estrictos de ese gasto. Lograr el equilibrio presupuestario en los próximos 5 a 10 años significa en 2013 un coeficiente de deuda pública inferior al actual en más del 10% del PIB, lo que daría más margen para implementar la necesaria reforma de los programas de prestaciones antes de la crisis demográfica (véase el gráfico, pág. 236).

El segundo objetivo es fortalecer la posición financiera a largo plazo de la seguridad social y de Medicare. La jubilación de la generación de posguerra presionará más estos programas en las décadas venideras, pudiendo causar un rápido aumento de



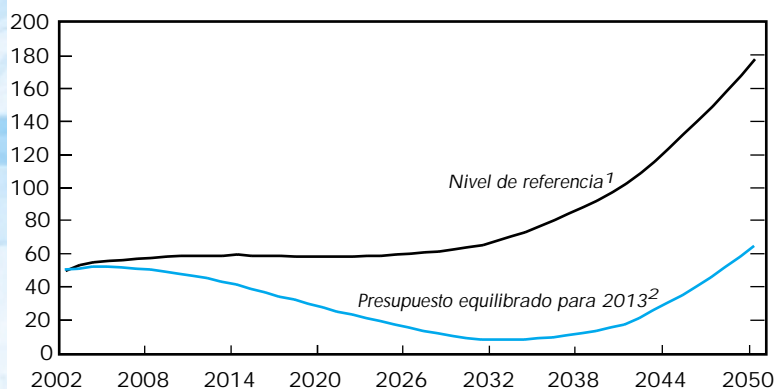
la deuda y los déficit. La obligación actuarial sin financiamiento de estos programas se estima en un 180% del PIB medida a 75 años, según la Oficina de Presupuesto del Congreso y aún más si se toma un plazo más largo.

**...y es posible lograrla**

Para atender los costos fiscales del envejecimiento de la población, Estados Unidos tendrá que aumentar su ingreso, idealmente eliminando las preferencias del impuesto a los ingresos de personas y empresas, y poner coto al gasto. El personal señaló que las medidas recientes aumentaron la incertidumbre en cuanto a los impuestos futuros, en parte

**El equilibrio presupuestario facilitaría la reforma de los programas sociales**

Deuda en manos del público, seguridad social y Medicare (porcentaje del PIB)



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI; informes de 2003 de las direcciones de seguridad social y Medicare.  
<sup>1</sup>Según el examen de mitad del ejercicio 2004, presupuesto del Gobierno de Estados Unidos.  
<sup>2</sup>Estimaciones del personal técnico suponiendo un presupuesto equilibrado, excluida la seguridad social, para 2013.

porque se incorporaban recortes y caducaban. Como lo muestra un estudio de dicha Oficina, es improbable que los recortes aumenten sostenidamente el producto si no se compensa a mediano plazo su adverso efecto presupuestario.

En cuanto al gasto, las recomendaciones se basaron en parte en una evaluación de las normas y códigos fiscales divulgados junto con los documentos de la consulta anual del Artículo IV. El presupuesto federal es muy transparente y refleja la mejor práctica en muchas áreas, pero el marcado incremento del gasto discrecional en los últimos años suscita dudas acerca de la disciplina fiscal. Al respecto, el personal sostuvo que la vencida ley de ejecución presupuestaria, que facilitó la exitosa consolidación fiscal de los años noventa, debía ponerse en vigencia y reforzarse. Los compromisos presupuestarios a mediano plazo no son un instrumento práctico en el país, ya que el proceso presupuestario es anual. Los topes del gasto discrecional y los

requisitos de reparto de dicha ley fueron valiosos durante la etapa de ajuste de los años noventa.

En el caso de la seguridad social, unas modificaciones moderadas como enmiendas de las fórmulas de indexación, aumento de la edad de retiro o de los aportes bastarían para cerrar el déficit proyectado, aunque cuanto más se demore en decidir, más prolongado y penoso será el ajuste. La posición financiera de Medicare es bastante peor, porque han subido rápidamente los costos de salud y la parte de las prestaciones cubiertas por aportes personales es reducida. El personal sugirió que toda medida que acreciente las prestaciones, como la cobertura de medicamentos de venta con receta, debe tomarse junto con otras que permitan superar los problemas financieros a plazo más largo del sistema.

**Comercio e iniciativas de ayuda**

El personal instó a Estados Unidos que continúe liderando la liberalización del comercio, según lo propuesto para el avance de la Ronda de Doha. Para impulsar la exitosa finalización de la Ronda, recomendó a las autoridades que encuentren temas comunes con países asociados en una serie de aspectos problemáticos como la exención de la salud pública en aspectos de los derechos de propiedad intelectual relacionados con el comercio, y que tomen prontamente medidas para cumplir con normativas recientes de la OMC. Si bien las negociaciones en curso de acuerdos de libre comercio bilaterales y regionales podrían traer beneficios sustanciales para los países asociados, el personal destacó que éstas deben complementar, antes que reemplazar, las campañas más amplias de liberalización multilateral, y que su finalidad es limitar la desviación del comercio y la complejidad administrativa.

Recomendó asimismo que las políticas internas y de comercio deben corresponder mejor con un compromiso más amplio frente al desarrollo. Mostró satisfacción por los esfuerzos realizados recientemente para que los países de África y la región andina tuvieran más acceso a los mercados estadounidenses y para incrementar la asistencia para el desarrollo, incluso en el contexto de la Cuenta del Reto del Milenio, pero señaló que esta asistencia como porcentaje del PNB seguía siendo una de las más bajas de los países industriales. Pidió un incremento de la asistencia al exterior y mencionó la posibilidad de mejorar la complementariedad entre las políticas de desarrollo y de comercio, por ejemplo reduciendo los subsidios a sus productores agrícolas y esforzándose por eliminar las restantes barreras no arancelarias para las importaciones de los países en desarrollo. ■

# El precio mundial del petróleo y las recesiones

(Continuación de la página 233) **LOUNGANI:** ¿Se ha mantenido en firme su tesis estos últimos 20 años?

**HAMILTON:** Diría que sí. Los datos mostraban que seis de las siete recesiones que sufrió Estados Unidos desde 1947 estuvieron precedidas por una fuerte suba del precio del petróleo; la única excepción fue la de 1960. Cuando estaba preparando la tesis, los precios del petróleo en Estados Unidos se dispararon a causa de la guerra entre Irán e Iraq a principios de los años ochenta, y de la liberalización de la industria petrolera estadounidense. Acto seguido, hubo una recesión. Diez años más tarde, Iraq invadió Kuwait, trepó el precio del petróleo y tuvimos la recesión de 1990–91. Otros diez años más: el precio del petróleo influyó en la recesión de 2001. Así que ya llevamos nueve de diez.

**LOUNGANI:** Hablemos del papel que tuvo el petróleo en la recesión de 2001.

**HAMILTON:** El aumento del precio fue bastante grande durante 1999, pero solamente compensó la fuerte baja de 1997. Así que no fue sino hasta 2000 que el petróleo comenzó a alcanzar nuevos niveles significativamente altos. Teniendo en cuenta la relación histórica, habríamos predecido una desaceleración económica a partir de fines de 2000, y eso es exactamente lo que pasó. La economía estadounidense se enfrió y entró en recesión en marzo de 2001.

**LOUNGANI:** ¿El petróleo es responsable de lo débil que ha sido la recuperación tras la recesión de 2001?

**HAMILTON:** Probablemente tenga que ver. Los precios del petróleo hicieron un pico en el invierno de 2002 y a principios de 2003 porque no se conocía el desenlace de la guerra en Iraq. Eso se vio reflejado en la volatilidad de los mercados petroleros y financieros, y no puede haber beneficiado a la economía. Pero ese pico, e incluso el de 2000, fueron diferentes de los que acompañaron a sucesos anteriores, como la primera guerra del Golfo. En esos casos, había incertidumbre pero también una perturbación muy clara en la oferta de petróleo; se lo puede ver fácilmente en los datos de la producción. En estos últimos años existió la posibilidad de que se interrumpiera la oferta, pero la caída de la producción de petróleo no fue ni por lejos tan drástica como la que ocurrió en Iraq y Kuwait en 1990.

**LOUNGANI:** Entonces, ¿una perturbación real en la oferta de petróleo afecta más a la economía que la pura incertidumbre sobre el curso que seguirán los acontecimientos?

**HAMILTON:** No me parece tan así. Pueden influir las dos vertientes y de hecho no me consta que se haya probado científicamente una distinción tajante entre una y otra. El petróleo es una parte muy

## El conflicto en Oriente Medio perturba la oferta mundial de petróleo y causa picos en los precios

Fecha	Suceso	Caída de la producción mundial de petróleo (%)
Noviembre de 1956	Crisis de Suez	10,1
Noviembre de 1973	Guerra árabe-israelí	7,8
Noviembre de 1978	Revolución iraní	8,9
Octubre de 1980	Guerra entre Irán e Iraq	7,2
Agosto de 1990	Guerra del Golfo Pérsico	8,8

Datos: James D. Hamilton, 2003, "What Is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics*, vol. 113 (abril), págs. 363–98.

importante de los cálculos que la gente hace para comprar muchas cosas, desde un automóvil hasta maquinaria. La gente se entera de lo que sucede en el Oriente Medio y se da cuenta de que eso influye en el precio del petróleo. Y como es consciente de la importancia del petróleo para prácticamente todas las actividades económicas, se preocupa. Quizá sea este efecto psicológico lo que perturbe las tendencias de consumo y gasto en inversión.

**LOUNGANI:** Y cuando hay un shock de demanda como éste, ¿entonces entra en acción el mecanismo normal de los ciclos económicos?

**HAMILTON:** Efectivamente. Se pone en marcha el viejo modelo del ciclo económico acelerador de existencias. Hay una contracción imprevista de la demanda, y se manifiesta como una acumulación involuntaria de las existencias. La producción no disminuye en el momento en que se produce el shock de demanda, así que el PIB real queda temporariamente a resguardo. Cuando se liquidan las existencias, más adelante, es cuando se produce el efecto no solo de contracción de la demanda, sino también de una contracción causada por la evacuación del exceso de existencias. No es nada nuevo, pero explica por qué pasa tanto tiempo entre el shock petrolero y el impacto en el PIB real.

Hay otro efecto, además, porque el capital y la mano de obra no pueden desplazarse instantáneamente de los sectores más afectados por la sacudida del petróleo a otro sector. Por ejemplo, las ventas de automóviles grandes responden muy rápidamente, y las industrias vinculadas despiden personal. Pero como los demás sectores no pueden reabsorberlo de inmediato, el impacto dentro de la industria automotriz repercute fuera. Es otro mecanismo normal de propagación del ciclo económico.

**LOUNGANI:** Las políticas del Gobierno estadounidense, ¿pueden resguardar a la economía de estos shocks petroleros?

**HAMILTON:** Estados Unidos podría haber aprovechado más su reserva estratégica de petróleo en los últimos años, y sin duda alguna en 1990. En ambos episodios, liberar petróleo de la reserva habría frenado la especulación excesiva del mercado. Y el gobierno habría hecho ganancia, lo que tampoco está de más. No estoy muy seguro de qué estamos esperando para usar la reserva. La próxima vez que haya un gran estallido en el Oriente Medio, tendríamos que empezar a bombear de inmediato.

La otra política útil es evitar la alta inflación. De esa manera, la Reserva Federal no se encuentra con las manos atadas al luchar con una eventual recesión. En 1973, no podría haber instituido una política tan expansiva, con lo alta que era ya la inflación. Pero en 1990 y 2001, había poca inflación, y la Reserva Federal pudo recortar drásticamente las tasas de interés para estimular la economía.

**LOUNGANI:** ¿Qué piensa de las políticas para reducir la dependencia de la importación de petróleo o para la conservación?

**HAMILTON:** El petróleo tiene mercado mundial, así que en realidad no importa cuánto viene de un país determinado. Cuando sube el precio para un país, sube para todos. Es lo que pasó en 1956, cuando no importábamos tanto petróleo. No tiene ningún sentido pensar ahora que Estados Unidos podría prescindir del petróleo importado. Necesitamos bastante petróleo, y muchas industrias estadounidenses son sensibles a las fluctuaciones del precio. Y el hecho es que gran parte de las fuentes de petróleo se encuentran en una región del mundo que es muy inestable, y una y otra vez sucede algo que interrumpe el flujo de un elemento vital para todo tipo de actividad económica. Es por eso que el petróleo ha sido un factor tan grande en los ciclos económicos de Estados Unidos a lo largo de los años. ■

*Documento de trabajo del FMI*

## Otra mirada a la competencia y el riesgo bancarios

*Según la teoría financiera y económica tradicional, los bancos son más propensos a asumir riesgos cuando la competencia en sus mercados se intensifica. Esta situación puede terminar en quiebras, corridas y pánicos. En un nuevo trabajo, John H. Boyd (profesor de Empresa y Gobierno en la Universidad de Minnesota) y Gianni De Nicoló (Economista Principal del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI) sostienen que esta idea ha llevado a las entidades regulatorias y a los bancos centrales a propugnar la fusión de bancos frente a la inestabilidad. Tras un examen minucioso, concluyen que es posible que el sector asuma más riesgos cuando la competencia es menor.*

Como las crisis bancarias se han multiplicado en el mundo entero en las últimas décadas, las autoridades han adoptado estrategias que supuestamente reducen el riesgo, como la consolidación, aun cuando podrían conllevar costos como las utilidades monopólicas. De hecho, a nivel nacional e internacional se ha promovido enérgicamente la fusión en casi todas las crisis, incluso en mercados bancarios ya muy concentrados. Pero la combinación de dos o más bancos grandes en quiebra no aumenta el capital social ni reduce las pérdidas crediticias de las entidades supervivientes de manera inmediata. En realidad, puede que reduzca la competencia y permita a los bancos supervivientes obtener ganancias mayores en el futuro.

### El problema del riesgo moral

Al explicar la toma de riesgos en el sector, los modelos modernos apuntan a la importante función

que le toca a la garantía de los depósitos. Como ofrece una cobertura contra pérdidas, crea riesgo moral; es decir, incita a los bancos a arriesgarse a la quiebra intencionalmente, y quizá sin límite.

Este problema puede solucionarse si todos los accionistas del banco tienen una participación suficientemente grande como para que sus incentivos coincidan con los de la entidad que garantiza los depósitos. Con ese fin, las autoridades pueden obligarlos a mantener una participación sustancial en contra de su voluntad, o darles una participación sustancial para que la mantengan voluntariamente. La primera opción se refiere a las reservas obligatorias, mediante las cuales el ente regulador impone limitaciones al uso del apalancamiento financiero. Sin embargo, hay debates incesantes sobre la eficiencia de estas medidas, e incluso sobre su eficacia. Por ejemplo, la protección del ente que garantiza los depósitos quizá exija fijar las reservas a un nivel tan alto que el valor actual descontado del banco cae a un nivel muy bajo: ese es un incentivo para asumir un riesgo excesivo, ya que el banco no tiene mucho que perder. La otra opción es conceder a los accionistas una participación suficientemente grande en el banco al permitirle a la institución percibir rentas monopólicas, de modo que la franquicia se vuelve valiosa, y la quiebra, costosa.

### Teorías sobre la fragilidad

En estudios anteriores se ha demostrado que a medida que se reduce el número de competidores, los bancos supervivientes logran más utilidades en los mercados de depósitos y ven disminuir el riesgo de



quiebra. Esos estudios tienen dos características importantes en común. Primero, en gran medida hacen caso omiso de la existencia de los mercados de préstamos, y hacen variar el número de competidores en el mercado de depósitos mientras lo mantienen fijo en el de préstamos. Pero en la práctica los bancos compiten en ambos mercados. Boyd y De Nicoló construyeron un modelo en el que los dos mercados coexisten y demostraron que, a medida que la competencia disminuye, los bancos obtienen más utilidades no solo en el mercado de depósitos sino también en el de préstamos, al cobrar tasas activas más altas. Las tasas activas más altas implican una mayor tasa de quiebras entre los prestatarios, cuya política de inversión se vuelve aún más riesgosa. La situación se agrava a causa del riesgo moral entre los prestatarios.

Boyd y De Nicoló señalan que los cambios de la competencia tienen efectos opuestos según se trate de los bancos o de los prestatarios. Al disminuir la competencia, las tasas de depósito bajan, las utilidades bancarias aumentan y los bancos asumen intencionalmente menos riesgos. Para los prestatarios, menos competencia significa tasas activas más altas, utilidades más bajas y un comportamiento más riesgoso. Los autores demuestran que el efecto predominante es el del mercado de préstamos y que la intensificación de la competencia sin duda alguna reduce el riesgo de quiebra bancaria. Sin afirmar que ese resultado sea general, sostienen que el efecto del mercado de préstamos existe y tiene tanta influencia como la vertiente del mercado de depósitos.

La segunda característica en común de los estudios anteriores es que no tienen en cuenta los

costos de quiebra. Boyd y De Nicoló incluyen en su modelo un costo fijo y con pérdida que los bancos afrontan si quiebran. Muestran que cuando el número de bancos en un mercado aumenta, se reducen los depósitos, activos y utilidades por banco y, por ende, crece el costo (constante) de quiebra en relación con todo lo demás. Ese es un desincentivo frente al riesgo que aumenta con el número de competidores. En última instancia, esa fuerza termina predominando, y en ese momento un mayor número de bancos implica un menor riesgo de quiebra.

### Necesidad de profundización

El modelo de Boyd y De Nicoló sobre la interacción de los bancos y sus actividades es muy sencillo, pero los autores plantean que en el futuro se podrían modelar los efectos de interacciones más complejas en el mercado o las implicaciones de las numerosas variedades de préstamos (con distintas perspectivas en cuanto al riesgo moral) que ofrecen los bancos. Hasta entonces, concluyen, no habrá argumentos teóricos contundentes que demuestren que la estabilidad bancaria disminuye (o aumenta) según el grado de competencia. Como se ha señalado, esta conclusión va en contra de la teoría actual y posiblemente con las políticas adoptadas en los últimos años por bancos centrales y entes del mundo entero. ■

“Bank Risk-Taking and Competition Revisited” (IMF Working Paper No. 03/114), de John H. Boyd y Gianni De Nicoló, se encuentra a la venta (US\$15; véase la pág. 245). La versión completa aparece publicada en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## La secuencia de las reformas

### El riesgo y el desarrollo de los mercados financieros

*Estos mercados son un pilar de una economía de mercado. Movilizan el ahorro y son sus intermediarios, distribuyen el riesgo, absorben las crisis financieras externas y fomentan, con sus incentivos, la buena gobernanza. También reducen el riesgo que entraña una excesiva dependencia del capital extranjero. Pero ¿cómo harán los países para desarrollarlos? ¿Hay un rumbo y una secuencia óptimos para la reforma? ¿Cómo se coordina ésta con la liberalización de la cuenta de capital? En un nuevo documento, Cem Karacadağ, V. Sundararajan y Jennifer Elliot (del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI) proponen un enfoque integrado que mitiga el riesgo propio de este proceso.*

Cuando los países liberalizan las transacciones financieras y los flujos de capital para que crezca su mercado de capital, exponen a sus sistemas finan-

cieros a los riesgos que conlleva el mayor número de transacciones financieras, instrumentos de inversión y fondos prestables. Así, para que los mercados de capital evolucionen sin menoscabo de la estabilidad financiera, el banco central y las instituciones financieras deben aumentar la capacidad para controlar el riesgo y contar con una infraestructura jurídica e institucional sólida. Los autores presentan los elementos clave de la reforma institucional y algunas de las mejores prácticas para establecer su secuencia.

Cuando examinan la función de la liberalización de la cuenta de capital en el desarrollo del mercado financiero, advierten que el capital extranjero puede complementar, pero no sustituir, la base inversionista nacional, esencial para crear mercados de capital sólidos. Antes de que el capital extranjero pueda tener un papel constructivo, debe lograrse





una masa crítica en cuanto al desarrollo de los mercados nacionales, diversidad de inversionistas locales, eficaz supervisión y gobernanza de las instituciones de mercado y plazo de vencimiento de los instrumentos. Evidentemente, habrá que poner en la balanza, de un lado, unas instituciones sólidas

antes de liberalizar el mercado de capital y, en el otro, la apertura de la cuenta de capital para importar las mejores prácticas que fortalecerán las instituciones del país. El ritmo y la secuencia de la reforma variarán según las circunstancias específicas y las características institucionales de un país y deben considerar la jerarquía de los mercados, cada uno con un distinto nivel de riesgo.

**Los mercados financieros: Jerarquía y gran interdependencia**



Fuente: Personal técnico del FMI

**Jerarquía de los mercados**

El orden jerárquico de los mercados figura entre los argumentos más importantes de este trabajo (diagrama). Abajo, están los mercados monetario y cambiario, luego el de bonos públicos y, por último, los de las acciones y bonos de empresas, derivados y valores respaldados por activos, una jerarquía que es reflejo del grado y complejidad del riesgo de cada mercado. Los autores subrayan que las políticas para desarrollar los mercados financieros deben seguir una secuencia que observe las jerarquías y las interdependencias y otros tres elementos:

- Las medidas con un largo período de gestación, como la creación de una base inversionista nacional, la reestructuración de instituciones financieras débiles y la formación de una firme infraestructura financiera, tienen que tomarse pronto. El desarrollo del mercado de bonos y de valores depende de la existencia de esta base.
- El marco de supervisión prudencial y conducta debe evolucionar en consonancia con el ritmo y la modalidad del desarrollo del mercado.
- La estrategia global de desarrollo del mercado de capital también debe considerar el tamaño y las limitaciones patrimoniales de un país.

**Los riesgos y las políticas para reducirlos**

El desarrollo del mercado de capital requiere que las medidas se apliquen en una secuencia cuidadosa

para mitigar el riesgo al tiempo que se avanza. En este proceso, el riesgo se torna más complejo y aumenta, sobre todo cuando surgen nuevos instrumentos e instituciones. Por ejemplo, las reformas del banco central y del mercado de dinero, como la liberalización de los intereses, pueden producir liberación del exceso de reservas y fuertes entradas de capital que quizás estimulen la expansión del crédito, compliquen el control monetario y bajen la calidad de los activos bancarios.

Análogamente, la mayor volatilidad de los precios en los mercados inmobiliario y de valores, en especial si se abre la cuenta de capital, puede complicar la conducción monetaria y afectar la solidez de las instituciones. Cuando no hay una capacidad reglamentaria e institucional para medir, verificar y contener el riesgo financiero, éste podrá acumularse y menoscabar el consenso y el compromiso de seguir liberalizando. Se necesita, entonces, una masa crítica de reformas que abarque tanto el desarrollo del mercado como la reducción del riesgo en cada nivel de la jerarquía para evitar el aumento de la fragilidad del sistema financiero y la vulnerabilidad macroeconómica.

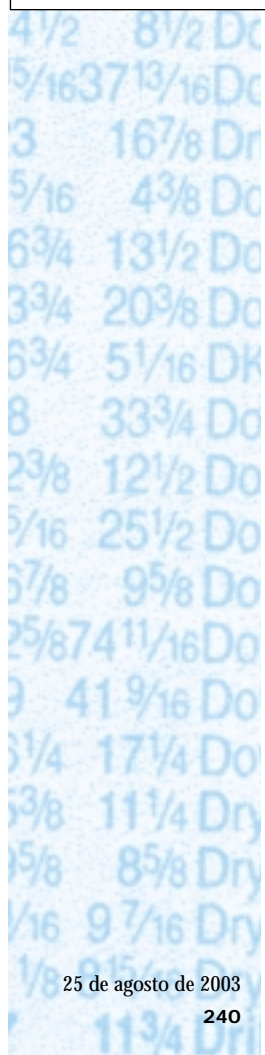
**La secuencia correcta**

La liberalización de la cuenta de capital y la reforma financiera deben estar integradas. El riesgo de desarrollar tipos específicos de mercados y su jerarquía en función de sus demandas de control y necesidades de información establecen ciertas referencias y principios para la secuencia a seguir y la coordinación de las reformas del sector financiero, principios que también se aplican a la liberalización de las transacciones de la cuenta de capital, donde el reto clave es identificar con precisión cómo y cuándo el capital extranjero puede intensificar el desarrollo del mercado.

Los autores observan que en la práctica es probable que los países se encuentren en diversas etapas de desarrollo del mercado y reducción del riesgo no sincronizadas con la jerarquía de los mercados y la secuencia de reformas esbozadas en su trabajo. Pero el enfoque y los principios propuestos para el desarrollo del mercado, la reducción del riesgo y la determinación de la secuencia pueden ayudar a fijar prioridades para las futuras reformas financieras, sin tomar en cuenta lo acontecido antes.

**Papel del capital extranjero**

Este capital puede cumplir un papel destacado en el desarrollo de los mercados financieros locales, pero debe seleccionarse el momento y la utilización que tendrá para maximizar su aporte y minimizar su costo en términos de riesgo adicional. El capital extranjero debe usarse primero para facilitar las reformas del sector real e institucional, incluida la





reestructuración de bancos y empresas mediante la privatización. Así, la liberalización de la cuenta de capital debería comenzar con la de la inversión extranjera directa, que puede ayudar a importar la mejor tecnología y capacidad de gestión que se necesitan para implementar reformas operativas de las corporaciones e instituciones financieras. La propiedad y la tecnología extranjera también fomentan la competencia y el aumento de las exportaciones.

La apertura a los flujos de cartera amplía y diversifica la base inversionista local e incrementa la disciplina de los emisores y la gestión macroeconómica. Pero la volatilidad de los precios de mercado quizá aumente, al menos a corto plazo para las economías de mercados emergentes. Una buena capacidad de gestión del riesgo entre los inversionistas locales y las instituciones financieras puede hacer que los mercados financieros se beneficien del capital extranjero sin crear demasiada volatilidad en los

mercados. También es deseable desarrollar los mercados financieros antes de exponerlos a flujos de capital potencialmente inestables, ya que esta volatilidad y los intereses altos que produce una retirada del capital extranjero son más controlables y breves cuando los inversionistas del país actúan de contraparte de los extranjeros. Una vez más, esto destaca la importancia de las instituciones inversionistas como componente crítico de la secuencia de reformas y desarrollo del mercado financiero. ■

“Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing” (IMF Working Paper No. 03/116), de Cem Karacadağ, V. Sundararajan y Jennifer Elliott, se encuentra a la venta (US\$15; véase la pág. 245). La versión completa aparece publicada en [www.imf.org](http://www.imf.org).

Publicado en Internet, en inglés ([www.imf.org](http://www.imf.org))

#### Comunicados de prensa

- 03/125: El FMI concluye la primera revisión del crédito en el marco del acuerdo de derecho de giro con Dominica y aprueba un desembolso de US\$428.000, 28 de julio
- 03/126: El FMI concluye la tercera revisión del acuerdo de derecho de giro con Argentina y aprueba un desembolso de US\$1.050 millones, 28 de julio
- 03/127: El FMI y el Banco Mundial avalan US\$10.000 millones en alivio de la deuda para la República Democrática del Congo, 28 de julio
- 03/128: El FMI concluye la sexta y última revisión del acuerdo de SCRП con Tanzania y aprueba un desembolso de US\$21 millones; también aprueba un nuevo acuerdo de SCRП de tres años por US\$27 millones, 28 de julio
- 03/129: El FMI avala la decisión de Indonesia de entrar en la etapa de seguimiento posterior a un programa, 29 de julio
- 03/130: Horst Köhler, Director Gerente del FMI, anuncia cambios en la organización de los departamentos regionales de la institución, 30 de julio
- 03/131: Tailandia completa el reembolso anticipado del acuerdo de derecho de giro de 1997, 31 de julio
- 03/132: Declaración conjunta del Gobierno de Zambia y el personal de la misión del FMI, 31 de julio
- 03/133: El FMI concluye la segunda revisión del acuerdo ampliado con Serbia y Montenegro y aprueba la solicitud de modificación y exención de los criterios de ejecución y la postergación de las recompras, 31 de julio
- 03/134: El FMI concluye la primera revisión del acuerdo de derecho de giro con Ecuador, aprueba un desembolso de US\$42 millones y concede exenciones, 1 de agosto
- 03/135: El FMI concluye la quinta revisión del acuerdo de derecho de giro con Turquía y aprueba una solicitud de prórroga de las expectativas de recompra, 1 de agosto

- 03/136: El FMI concluye la primera revisión del acuerdo de derecho de giro con Croacia, 1 de agosto
- 03/137: El FMI recibe el documento de estrategia de lucha contra la pobreza de Camerún, 4 de agosto
- 03/138: Agustín Carstens, Subdirector Gerente del FMI, da a conocer una declaración sobre la República Dominicana, 6 de agosto

#### Notas de información al público

- 03/89: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Zimbabwe, 28 de julio
- 03/90: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con la República Democrática de Timor-Leste, 28 de julio
- 03/91: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Uruguay, 4 de agosto
- 03/92: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con el Reino de los Países Bajos, 8 de agosto
- 03/93: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Irlanda, 6 de agosto
- 03/94: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con la República Eslovaca, 5 de agosto
- 03/95: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Suecia, 5 de agosto
- 03/96: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Estados Unidos, 5 de agosto
- 03/97: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Mauricio, 6 de agosto
- 03/98: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Túnez, 7 de agosto

#### Transcripciones

- Rueda de prensa a cargo de Thomas C. Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, 31 de julio
- Llamada en conferencia sobre Turquía con Michael Depler, Director del Departamento de Europa I del FMI, 1 de agosto

## El ex Director General de la OMC insta a reforzar el liderazgo para estimular la globalización

*Michael Moore, Director General de la Organización Mundial del Comercio (OMC) de 1999 a 2003 y ex Primer Ministro de Nueva Zelanda, pronunció una alocución en el Banco Mundial el 30 de julio sobre los lazos que existen entre la globalización y el desarrollo. Subrayó la importancia de la conferencia que se celebrará en septiembre en Cancún, pidió un sólido liderazgo para estimular la globalización y presentó algunas ideas para hacer avanzar la Ronda de Doha de negociaciones comerciales.*



Michael Moore

La Ronda de Doha se puso en marcha tras violentas protestas en Seattle y otras ciudades siendo Moore Director General de la OMC. Hay que reconocer, señaló Gobind Nankani (Vicepresidente de la red sobre Reducción de la pobreza y gestión económica, del Banco Mundial) en su introducción, que en Doha, Moore presionó en favor de un sistema de comercio que tuviera en cuenta las inquietudes de los países en desarrollo.

En la declaración resultante, los gobiernos de los países miembros se comprometieron a facilitar el acceso de los productos de los países en desarrollo a los mercados, sin impuestos ni cuotas, y a considerar la adopción de medidas adicionales para estimular el acceso de esas exportaciones. También acordaron no escatimar esfuerzos para que los países en desarrollo puedan negociar su incorporación a la OMC con más rapidez y facilidad.

### La globalización: Un fenómeno permanente

Moore afirmó que la globalización es algo que define hoy día la política mundial, no es nada nuevo ni es posible detenerla. El problema está en cómo manejar el proceso para que sus beneficios se repartan de forma más justa y equitativa. A menudo se tiene la impresión de que los países ricos y la población rica de los países pobres son los que más se benefician, pero cualquier estudio fiable demuestra que cuanto más abiertas sean las sociedades y las economías, mejores resultados se obtendrán.

Aunque la globalización no es un fenómeno nuevo, la velocidad del cambio ha aumentado vertiginosamente, lo cual puede resultar desestabilizador, admitió Moore. Ahora bien, no todos los cambios son negativos y Moore instó a que todos celebremos lo bien que nos ha ido en los últimos 50 años. La esperanza de vida ha aumentado en 20 años, la mortalidad infantil se ha reducido en dos tercios y

cientos de millones de personas han podido salir de la extrema pobreza, sobre todo en economías que han adoptado estrategias de apertura económica. En Portugal, los niveles de vida se han disparado desde que el país adoptó la democracia y se integró en la Unión Europea y, mientras que Corea del Norte era un país más rico que Corea del Sur tras la guerra civil, hoy día se han invertido los términos.

### Impulsar la Ronda de Doha

Moore señaló que es la marginación y no la globalización lo que amenaza a los países en desarrollo. Para que la globalización funcione es necesario que se apliquen normas internacionales comunes y acuerdos vinculantes entre los países, y es precisamente aquí donde interviene la OMC. Las subvenciones agrícolas en los países de la OCDE son costosas para los consumidores occidentales y sofocan a los mercados de los países en desarrollo. Por ejemplo, al contribuyente británico medio, la Política Agrícola Común le cuesta £30 semanales, afirmó Moore; una ronda exitosa con un acuerdo en materia de agricultura podría brindarle a África cinco veces más recursos que toda la asistencia internacional para el desarrollo junta y un acuerdo sobre el algodón entrañaría un beneficio de US\$250 millones sólo para los países de África Occidental.

Moore también argumentó a favor de aplicar nuevas reglas en otros ámbitos como el comercio, la inversión, la competencia y la propiedad intelectual. Con un número razonable de normas se establecería una base transparente y se ayudaría a evitar que las empresas multinacionales trasladaran las inversiones de un país a otro en busca de las mejores subvenciones y la máxima protección. Y señaló que la última ronda de negociaciones se ha distorsionado con reclamos de soberanía y argumentos sin sentido en torno a la privatización obligatoria y la abolición de los sistemas públicos de salud y educación, lo que no es más que un debate falso.

El programa de Doha incluye otros temas como el buen gobierno. Las normas sobre transparencia ayudarán a sacar a la luz las prácticas corruptas y favorecerán a los contribuyentes. Si hablamos de la calidad de las instituciones, quizá tengamos que ser un poco más radicales. Creo que ya es hora de reencauzar una buena parte de la asistencia a mejorar los conocimientos.

Los países y las empresas facturan por menos valor para evitar los aranceles y los impuestos o por más valor para sacar dinero de los países que imponen controles. Facilitando el comercio, uno de los puntos clave de la reunión de Cancún, se

beneficiará a las empresas y a los gobiernos. La reputación también es importante a la hora de hacer cumplir las normas mundiales. Con las empresas que desean mantener su buena imagen se puede utilizar todo tipo de palancas. Ahí es donde entramos nosotros, para que actúen con más rigor.

Es innegable que algunos países saldrán perjudicados con el éxito de la Ronda de Doha, reconoció Moore, y es necesario implantar un sistema para ayudarlos. Es nuestro deber facilitar la transición.

### Enseñanzas para el futuro

La enseñanza más importante que Moore ha extraído de su experiencia en la OMC y en el gobierno es que la calidad de las instituciones es esencial para mejorar la economía de un país, como también lo es la libertad de prensa. Tan importante es utilizar la asistencia para el desarrollo para poner en marcha una administración de aduanas eficiente, un banco central, un departamento de policía o un sistema educativo como destinarla a construir carreteras o puentes.

### Seminario del Instituto del FMI

## La OMC, ¿fomenta efectivamente el comercio?

*Los defensores de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y de su predecesor —el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)— sostienen que se puede estimular el comercio mundial alentando a los países a bajar las barreras arancelarias. Pero, ¿hay constancia real de que el GATT y la OMC influyan en la política y la práctica comercial internacional? No demasiado, según un estudio presentado en un reciente seminario del Instituto del FMI por Andrew Rose, profesor en la Facultad de Administración de Empresas de la Universidad de California en Berkeley.*

Rose afirma que hasta ahora no se ha analizado rigurosa y empíricamente si el GATT y la OMC han logrado cumplir los objetivos de garantizar que el comercio exterior se realice de la manera más ágil, previsible y libre posible. Sus conclusiones son provocativas: hay una sorprendente escasez de datos que indiquen que los países miembros del GATT y la OMC tienen un perfil comercial diferente de los demás; en otras palabras, la adhesión al GATT y la OMC no ha sido una influencia fuerte y sistemática en pro del comercio. Eso no significa que todos los acuerdos multilaterales hayan sido inútiles: el comercio internacional prácticamente se ha duplicado gracias al Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) que los países desarrollados han concedido a los países en desarrollo.

Otra de las conclusiones de Rose es que el hecho de pertenecer al GATT y la OMC tiene habitualmente

Creo firmemente en el sistema multilateral, subrayó Moore, y quienes así pensamos tenemos que hacer lo posible para que sea más eficaz y transparente y rinda cuentas a sus propietarios. Al igual que en 1918 y 1945, después de las dos guerras mundiales, se necesitan dirigentes progresistas con una visión y unos ideales de un orden internacional que el resto del mundo pueda suscribir. Y añadió, la idea de un mundo en el que impere la justicia no ha desaparecido. Sin embargo, al cabo de 50 años, el sistema de las Naciones Unidas ha entrado en la madurez, tiene problemas de sobrepeso y mala circulación sanguínea y hasta algunos coágulos.

Con todo, hay muchos motivos para ser optimistas y entusiastas, afirmó Moore, cerrando su intervención con una anécdota de una visita a Camboya en donde vio a docenas de jóvenes haciendo cola para entrar a los cibercafés. “Estos jóvenes saben de qué va; lo que tenemos que hacer nosotros es servirlos eliminando los impedimentos que bloquean su esperanza y su futuro.” ■

poca vinculación con las medidas de política comercial. El GATT y la OMC aceptan como miembros a países con regímenes comerciales cerrados y que permanecen así durante años. La excepción general es que los miembros de la OMC suelen tener una libertad económica levemente mayor, según un índice creado por la Fundación Heritage. El índice clasifica a los países según una variedad de factores que hacen a la libertad y prosperidad de la economía: intervención estatal, corrupción, barreras comerciales, estado de derecho, cargas regulatorias, restricciones bancarias y actividades en el mercado negro.

### Ausencia de impacto en el comercio

Rose utilizó técnicas ampliamente aceptadas para dar peso a sus argumentos. Comenzó por estimar el efecto de la pertenencia al GATT y la OMC sobre el comercio internacional aplicando el modelo estándar de “gravedad” del comercio bilateral, basado en la idea de que el nivel de comercio es inversamente proporcional a la distancia entre los países y directamente proporcional a su ingreso combinado (medido según el PIB). Con datos de 1948–1999 sobre 178 países y territorios, concluye que los efectos de pertenecer al GATT y la OMC son económicamente pequeños, a menudo negativos, y estadísticamente insignificantes.

Para tener en cuenta la mayor cantidad posible de factores externos, Rose añadió al modelo de gravedad básico otras variables que afectan al comercio entre pares de países, como la cultura (si tienen el







Andrew Rose



mismo idioma), la geografía (si tienen acceso al mar) y la historia (si tuvieron una relación colonial). Luego comparó el perfil comercial de los países del GATT y la OMC con el de los no miembros, y buscó este efecto en distintos países (ya que no todos pertenecen al sistema) y épocas (ya que el número de miembros ha ido en aumento).

Si el hecho de pertenecer al GATT y la OMC tuviera un efecto sustancial sobre el comercio, los miembros tendrían que comerciar mucho más que los no miembros. Una serie de estudios sobre el comercio bilateral en las fechas de ingreso al GATT y la OMC revelan que, manteniendo constantes los demás factores, los países que entran al GATT y la OMC no tienen un comercio exterior sustancialmente diferente de los demás ni tampoco lo ven aumentar. En ese sentido, hay pocos indicios de un estímulo al comercio.

Rose recalca que el modelo de gravedad explica bien las variaciones del comercio internacional. Los países alejados comercian menos, al contrario de los más ricos y económicamente más grandes. Los países pertenecientes a la misma asociación comercial regional comercian más; lo mismo sucede con los que tienen el mismo idioma o una frontera o un pasado colonial en común. Los países sin acceso al mar comercian menos, al igual que los países más grandes. Estos efectos son apreciables y explican casi dos tercios de la variación del comercio bilateral. Pero yendo más allá, ¿surte un efecto sustancial la adhesión al GATT y la OMC? Según Rose, no. El SGP, por el contrario, sí parece tener un fuerte efecto positivo sobre el comercio.

Entonces, si no es a causa del GATT y la OMC, ¿por qué ha crecido más rápido el comercio que el ingreso en las últimas décadas? Hay varias posibilidades: un aumento mayor de la productividad en el sector de los bienes transables, costos de transporte decrecientes, asociaciones comerciales regionales, coincidencia en los gustos, mayor influencia de la manufactura y los servicios a expensas de los productos primarios, creciente liquidez internacional y cambios en los recursos. Pero como señala Rose, ese es otro tema.

### La política comercial no sirve de explicación

¿Por qué no aumenta el comercio con la entrada al GATT y la OMC? Rose plantea la posibilidad de que no haya una diferencia apreciable entre las políticas comerciales de los miembros y los no miembros. Usando más de 60 indicadores —como el coeficiente de importación o comercio exterior respecto del PIB, los aranceles y las barreras no arancelarias— en 168 países entre 1950 y 1998, intentó casi infructuosamente encontrar un vínculo entre la pertenencia

al GATT y la OMC y la política comercial. Los no miembros, por ejemplo, suelen tener barreras no arancelarias con un alcance ligeramente menor y aranceles levemente más elevados, pero ninguno de estos efectos es significativo. La debilidad de esa relación la confirma un estudio que muestra que un país típico tiene un coeficiente de apertura del 73,1% cinco años antes de la adhesión (ligeramente por encima del promedio del 64,7% del GATT y la OMC), pero del 70,4% cinco años después.

Del mismo modo, cinco años después de la adhesión los aranceles aumentan del 12,5% al 13,1% de las importaciones (aunque el efecto no es estadísticamente significativo). Rose señala que, por ejemplo, cuando México entró al GATT en 1986 sus aranceles promediaban un 6,4% de las importaciones, y el 7,1% cinco años después. De hecho, los aranceles mexicanos no se redujeron hasta la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte a mediados de los años noventa. No se trata de un caso especial: en Colombia y Venezuela, los aranceles promedio eran más altos aun cinco años después del ingreso al GATT en 1981 y 1990, respectivamente. India, uno de los fundadores del GATT, todavía tiene algunos de los aranceles más altos del mundo.

La excepción a la conclusión de Rose es que, según el índice de la Fundación Heritage, los miembros del sistema suelen gozar de una libertad económica ligeramente mayor, medida según códigos de inversión extranjera, impuestos, aranceles, reglamentación bancaria, política monetaria, mercado negro y otros factores.

La falta de cambio en el régimen comercial —es decir, abandonar un régimen cerrado por la liberalización— es otra prueba de que el ingreso al GATT y la OMC no tiene más que un efecto sutil o débil sobre la política de comercio exterior. Usando datos recopilados en 1994 (antes de la creación de la OMC), Rose concluye que el GATT una y otra vez aceptó como miembros a países que estaban cerrados y que permanecieron así durante un promedio de ocho o nueve años.

### No hay razón para sorprenderse

Según Rose, el hecho de que la adhesión al GATT y la OMC no tenga un efecto fuerte sobre la práctica ni la política comercial no es sorprendente. Después de todo, el GATT y la OMC no suelen obligar a bajar las barreras comerciales, sobre todo a los países en desarrollo que han recibido un tratamiento especial y diferencial. De hecho, numerosas disposiciones del GATT permitían a los países seguir sus propias políticas: el Artículo XVIII permite medidas de protección en los países en desarrollo; los Artículos XIX a XXI incluyen excepciones por

distintas razones, como la moral pública, la salud y la seguridad; lo propio sucede con el XXV. En otras palabras, había un amplio margen para adherirse al GATT sin respetar su espíritu. Los miembros de la OMC, por su parte, aparentemente ofrecen tratamiento de nación más favorecida de manera unilateral a países no miembros, aunque no tienen obligación oficial de hacerlo. Estados Unidos, por ejemplo, lo ha hecho con Rusia y Arabia Saudita.

Una de las cuestiones candentes es la función del GATT y la OMC. Rose plantea la posibilidad de que

su existencia misma funcione como un bien público internacional que estimula la liberalización del comercio entre los países, sean o no miembros. Sin embargo, como concluye el autor, es una hipótesis imposible de probar. ■

“Do WTO Members Have More Liberal Trade Policy?” aparece publicado en <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/WTO.pdf>; y “Do We Really Know That the WTO Increases Trade?”, en <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/GATT.pdf>.

## Publicaciones recientes

### IMF Working Papers (Documentos de trabajo, USS15)

- 03/135: “Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia”, Ousmene-Jacques Mandeng
- 03/136: “Enterprise Restructuring and Transition: Evidence from the Former Yugoslav Republic of Macedonia”, Juan Zaldueño
- 03/137: “Exchange Rate Regime Considerations for Jordan and Lebanon”, Rina Bhattacharya
- 03/138: “Insurance and Issues in Financial Soundness”, Udaibir S. Das, Nigel Davies y Richard Podpiera
- 03/139: “Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria”, Xavier Sala-i-Martin y Arvind Subramanian
- 03/140: “Trade Elasticities and Market Expectations in Brazil”, Claudio A. Paiva
- 03/141: “Exchange Rate Pass-Through in Brazil”, Agnes J. Belaisch
- 03/142: “The Efficiency of the Japanese Equity Market”, Jun Nagayasu
- 03/143: “The Response of the Current Account to Terms of Trade Shocks: Persistence Matters”, Christopher Kent y Paul A. Cashin
- 03/144: “A Political Agency Theory of Central Bank Independence”, Gauti B. Eggertsson y Eric Le Borgne
- 03/145: “Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison”, Enzo Croce y V.H. Juan-Ramón

### IMF Country Reports (Informes del FMI sobre las economías nacionales; USS15)

(El nombre de un país indica que el informe trata sobre la consulta del Artículo IV.)

- 03/214: Argentina: First Review Under the Stand-By Arrangement and Exchange System

- 03/215: Argentina: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waivers of Non-observance and Applicability of Performance Criteria
- 03/216: Kyrgyz Republic: Third Review Under the PRGF and Request for Waiver of Performance Criteria
- 03/217: Cape Verde: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
- 03/218: Albania: Second Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF
- 03/219: Albania: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Annual Progress Report
- 03/220: The Bahamas
- 03/221: The Bahamas: Statistical Appendix
- 03/222: Republic of Tajikistan: First Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF and Request for Modification and Waivers of Performance Criteria
- 03/223: Rwanda: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/224: Zimbabwe
- 03/225: Zimbabwe: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/226: Argentina
- 03/227: Democratic Republic of Timor Leste
- 03/228: Democratic Republic of Timor Leste: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/229: Cape Verde: Second Review Under the PRGF Arrangement
- 03/230: Sweden

### Otras publicaciones

*La asistencia técnica del FMI: Transferencia de conocimientos y prácticas óptimas* (folleto)



Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

En el sitio [www.imf.org](http://www.imf.org) se publica información en inglés sobre el FMI, entre la que se incluye la versión completa del *Boletín del FMI*, el *Suplemento anual sobre el Boletín del FMI, Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas. El texto completo en inglés de todos los documentos de trabajo del FMI y de los documentos de análisis de política económica también puede consultarse en dicho sitio. En [www.imf.org/external/spa/index.htm](http://www.imf.org/external/spa/index.htm) se presenta una selección de documentos en español.

*Apreciación o depreciación*

**Cómo afectaría a Estados Unidos, Europa y Asia la debilidad del dólar de EE.UU.**

**E**l impacto que podría tener en los tipos de cambio internacionales un aumento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, el riesgo de que se produzca un ajuste rápido de dichos tipos, que pueda crear dificultades para Asia y Europa y, en última instancia, nuevas tensiones en los mercados financieros y algunas otras cuestiones se analizaron en un seminario celebrado el 22 de julio en el Instituto de Empresa de Estados Unidos (AEI). Se llegó a un consenso sobre la necesidad de emprender reformas estructurales en Europa y Japón y sobre los difíciles problemas políticos que habría que resolver para que las economías asiáticas puedan tolerar una mayor apreciación de sus monedas. Sin embargo, hubo gran diversidad de opiniones respecto a si el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos debería quitarles el sueño a las autoridades económicas y a muchos otros.



Kenneth Rogoff



Ted Truman



Mickey Levy

**¿Causa de alarma?**

Kenneth Rogoff se mostró satisfecho por la reciente depreciación del dólar de EE.UU. que, a su juicio, es bastante positiva, pero advirtió que, hasta ahora, el ajuste no ha bastado para sanear el déficit en cuenta corriente. Estados Unidos podría aumentar sus pasivos externos netos hasta cerca del 40% del PIB en los próximos años. Rogoff expresó su inquietud por lo que calificó como un nivel sin precedentes de deuda externa para un país industrial tan grande. Solo unos pocos mercados emergentes y algunos países industriales más pequeños han acumulado una deuda comparable.

Aunque la necesidad de revertir la situación no es inminente, Rogoff y Ted Truman argumentaron que este desequilibrio externo es insostenible. A juicio de Truman, sería necesaria una nueva depreciación del

dólar de EE.UU., del 30% en términos efectivos, para que el déficit en cuenta corriente volviese a niveles viables. Pero, como señaló Rogoff, los movimientos del tipo de cambio a corto plazo son esencialmente imposibles de prever y, hasta que el escenario de la depreciación se materialice, podrían muy bien transcurrir de tres a cinco años.

Incluso una depreciación rápida no tendría por qué ser catastrófica. A finales de los años ochenta, el tipo de cambio del dólar de EE.UU. ponderado por el comercio exterior bajó más de un 40% en un período relativamente corto. Pero esta vez, con los niveles récord de deuda neta que registra Estados Unidos, la economía mundial podría estar adentrándose en aguas procelosas y no hay que subestimar los riesgos, sobre todo para los mercados financieros. Resulta especialmente preocupante que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos sea consecuencia, cada vez más, de las bajas tasas de ahorro y no de las altas tasas de inversión, como en los años noventa.

**¿O quizá no?**

Por el contrario, Mickey Levy y Vincent Truglia no consideran muy probable que se produzcan grandes ajustes de los tipos de cambio. En sus intervenciones hicieron hincapié en la atonía de la demanda interna en los países que comercian con Estados Unidos que, a su juicio, constituye el principal factor del fuerte déficit comercial. Al mismo tiempo, la relativa debilidad de las economías de Europa y Japón significa que Estados Unidos sigue siendo, con mucho, el destino más atractivo para el capital extranjero. Levy asoció la actual fase de avance tecnológico con la expansión de los ferrocarriles estadounidenses en el siglo XIX, que también se financió en gran medida con inversión extranjera.

Levy y Truglia pusieron el acento en la necesidad de que los socios comerciales de Estados Unidos eleven las tasas de crecimiento y atraigan inversiones de capital extranjero. Consideran que las dificultades que padecen estas economías tienen poco que ver con los tipos de cambio y mucho con el hecho de que no hayan podido solucionar los problemas estructurales que registran desde hace tiempo. Levy reconoció, no obstante, que Europa había logrado últimamente algunos progresos que se reflejan en la moderada apreciación del euro y en las salidas de capital de Estados Unidos. A su juicio, tanto la zona del euro como Japón deben estimular el crecimiento en vez de centrar la atención en los niveles de determinados tipos de cambio.

En el seminario participaron Yusuke Horiguchi (Instituto de Finanzas Internacionales), Mickey Levy (Bank of America), Adam Posen (Instituto de Economía Internacional), Kenneth Rogoff (FMI), Michael Rosenberg (Deutsche Bank), Vincent Truglia (Moody's), y Ted Truman (Instituto de Economía Internacional). Las intervenciones concluyeron con las palabras de Allan Meltzer (AEI).



**Si el euro se aprecia**

Otros panelistas también pidieron que se aceleren las reformas estructurales en Europa, aunque solo sea para hacer frente a las consecuencias de una apreciación del tipo de cambio. Dado que los países de Asia son, en general, refractarios a tolerar el fortalecimiento de sus monedas, Truman y Michael Rosenberg esperan que el euro absorba una parte considerable de cualquier ajuste cambiario en el futuro. La zona del euro representa alrededor del 25% del comercio exterior de Estados Unidos (excluido el petróleo). Sin embargo, al fortalecerse aún más los lazos financieros, Truman sugiere que una depreciación del dólar de EE.UU. frente al euro representaría en torno al 40%-50% de cualquier futuro descenso del índice del tipo de cambio nominal de la Reserva Federal. Tanto él como Rosenberg indicaron que el euro podría llegar a apreciarse hasta un nivel de US\$1,50, cifra coherente con anteriores ciclos cambiarios.

Truman estima que una apreciación del euro hasta ese nivel podría recortar el crecimiento del PIB en la zona del euro en uno o dos puntos porcentuales durante dos años. Se mostró pesimista respecto al margen de maniobra para hacer frente a una perturbación de esa magnitud. Además de aplicar una política monetaria menos restrictiva, lo cual podría ayudar a reducir los diferenciales de tasas de interés, consideró como lo más probable que la intervención resultase muy poco eficaz. Truman sostiene que las autoridades europeas “en gran medida se

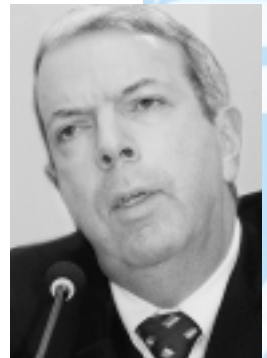
han negado a admitir” las consecuencias que podría tener el tipo de cambio sobre el saldo comercial de la Unión Europea, con lo que les quedan pocas opciones para atenuar el golpe.

**Mientras tanto en Asia...**

Por lo que respecta a los países de Asia, algunos participantes cuestionaron hasta qué punto era juicioso que hayan acumulado grandes volúmenes de reservas. Desde principios de 2002, los bancos centrales de Asia han adquirido grandes cantidades de valores del Tesoro de Estados Unidos, que ascienden a más de US\$100.000 millones. Los principales tenedores de esos activos son Japón, cuya recuperación económica sigue dependiendo, en gran medida, del crecimiento de las exportaciones, y China, que ha comprado dólares para mantener el tipo de cambio fijo del renminbi con la moneda estadounidense. Las economías asiáticas menores también mantuvieron su estrecha relación con el dólar de EE.UU. y Rogoff señaló que no hay un límite obvio para la cantidad de reservas que puede acumular un país. Sin embargo, la mayoría de los participantes coincidieron en que el costo cada vez mayor que conlleva la tenencia de reservas, así como la creciente presión política de Estados



Vincent Truglia



Michael Rosenberg

**Reorganización de los departamentos regionales del FMI**

Según lo anunció el 30 de julio Horst Köhler, Director Gerente del FMI, el 1 de noviembre entrará en vigor una consolidación de los departamentos regionales de la institución, como resultado de un examen interno sobre la mejor manera de estructurarlos y administrarlos. “Los cambios estructurales de los departamentos regionales garantizarán que el FMI siga brindando la mejor atención posible a los países miembros”, afirmó Köhler.

Una de las principales razones de la reestructuración fue la evolución de la labor que realiza el Departamento de Europa II, creado en 1992 para brindar asistencia a los países bálticos, Rusia y los demás países de la antigua Unión Soviética durante la transición económica y la integración a la economía mundial. En vista del avance que han realizado y de las perspectivas de adhesión de algunos de ellos a la Unión Europea, se disolverá el Departamento de Europa II, dejando cinco departamentos regionales en lugar de seis.

Siete países del Departamento de Europa II pasarán al Departamento de Europa I, que se denominará De-

partamento de Europa. Los otros ocho pasarán al Departamento del Oriente Medio, cuya nueva designación será Departamento del Oriente Medio y Asia Central.

Michael Depler, actualmente a la cabeza del Departamento de Europa I, será el Director del Departamento de Europa. George Abed, responsable del Departamento del Oriente Medio, será el Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central. El 1 de septiembre, Mohsin Khan, actual Director del Instituto del FMI, pasará al Departamento del Oriente Medio como Director Asociado y luego reemplazará a Abed tras su jubilación en diciembre. John Odling-Smee, que ha estado a cargo del Departamento de Europa II desde su creación, tiene previsto jubilarse a principios de 2004.

La composición por países de los demás departamentos regionales del FMI —Departamento de África, Departamento de Asia y el Pacífico y Departamento del Hemisferio Occidental— no cambiará.

*El texto completo, en inglés, del comunicado de prensa No. 03/130 aparece en [www.imf.org](http://www.imf.org).*



**Laura Wallace**

Directora

**Sheila Meehan**

**Elisa Diehl**

**Natalie Hairfield**

Redactoras

**Christine Ebrahim-zadeh**

Redactora a cargo de la producción

**Maureen Burke**

Lijun Li

Ayudantes de redacción

**Philip Torsani**

Director de artes gráficas

**Julio R. Prego**

Diseñador gráfico

Con la colaboración de  
**Prakash Loungani**

**Edición en español**

División de Español

Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

**Marcelo Mareque**

**Julio García Durán**

Traducción

**Gladys Murillo**

Corrección de pruebas

**Maria Sara McClain**

Autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información, salvo las fotografías e ilustraciones que no pueden reproducirse en forma alguna. La correspondencia debe dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2003, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

25 de agosto de 2003

248



Yusuke Horiguchi



Allan Meltzer



Adam Posen

Unidos y Europa terminarán por obligar a estos países a replantearse sus políticas.

Contrariamente a esta opinión, Yusuke Horiguchi sostuvo que no procedía criticar las políticas cambiarias de Asia, al menos por lo que se refiere a Europa. A su juicio, la carga del ajuste sobre Europa es independiente de que las monedas asiáticas se aprecien o no. Rogoff afirmó que son muy pocos los casos en los que las autoridades hayan decidido iniciar, unilateralmente, una apreciación sustancial de su moneda y citó los casos de Italia en 1926 (40%) y Japón en 1971 (17%) como dos raras excepciones. Argumentó que los ajustes en cuenta corriente conllevan, en última instancia, un ajuste del tipo de cambio y una reducción de los diferenciales relativos de crecimiento.

Michael Rosenberg apoyó esta opinión. Espera que el yen sea la primera moneda que se aprecie en una "segunda ronda" de depreciaciones del dólar de EE.UU. y que en otros países, incluida China, suceda lo mismo en una etapa posterior. Allan Meltzer y Adam Posen señalaron que, para dar ese paso, Japón tendría que adoptar decisiones políticas difíciles, debido en parte a que iría en contra de los intentos por coordinar en mayor medida los tipos de cambio con las economías del sudeste asiático. Posen sugirió, no obstante, que el margen de apreciación del yen está limitado por la necesidad de adoptar una política monetaria menos restrictiva y la debilidad de la economía nacional.

La mayoría de los participantes coincidieron también en que cualquier decisión que afecte al tipo de cambio de la moneda china debe considerarse, en gran medida, en términos de política interna, a pesar de los llamados de los fabricantes estadounidenses y japoneses en favor de una apreciación del renminbi. Para Truglia y Meltzer, el tipo de cambio del renminbi refleja el deseo de China de adquirir reservas suficientes para resistir

perturbaciones económicas como las que sufrieron México y los países de Asia afectados por la crisis en los años noventa. Si bien este objetivo se ha alcanzado en gran medida, el país se muestra ahora poco dispuesto a enfrentar una posible apreciación, dadas las presiones deflacionarias imperantes en la economía nacional y en la RAE de Hong Kong. Naturalmente, señaló Posen, una variación en la política cambiaria china no tiene por qué dar lugar necesariamente a una apreciación, sobre todo, si se acompaña de una flexibilización de los controles que permita la salida del país de un cierto volumen de ahorro. Tanto él como Truglia destacaron que, en conjunto, el comercio exterior de China está bastante equilibrado, que los exportadores chinos no compiten directamente con empresas manufactureras estadounidenses y que el país registra ya una tasa de ahorro de casi el 50%. Cualquier movimiento del tipo de cambio difícilmente sería lo bastante grande como para compensar unos costos laborales sumamente bajos, así que es improbable que los intercambios comerciales de China se vean afectados en forma significativa. Rogoff, haciéndose eco de esta opinión, manifestó que el tipo de cambio actual del renminbi es adecuado, aunque pidió que se adopte un régimen cambiario más flexible. ■

### Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
11 de agosto	1,53	1,53	2,02
18 de agosto	1,52	1,52	2,01

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG, es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003)).

Puede obtenerse información general sobre financiamiento y tasas del FMI en [www.imf.org/external/fin.htm](http://www.imf.org/external/fin.htm).

Datos: FMI, Departamento Financiero

**Fotos:** Denio Zara, Padraic Hughes y Michael Spilotro del FMI, págs. 233, 237, 242 y 246-248; Jeff Haynes de AFP, págs. 233-236, y Andrew Rose, pág. 244.