



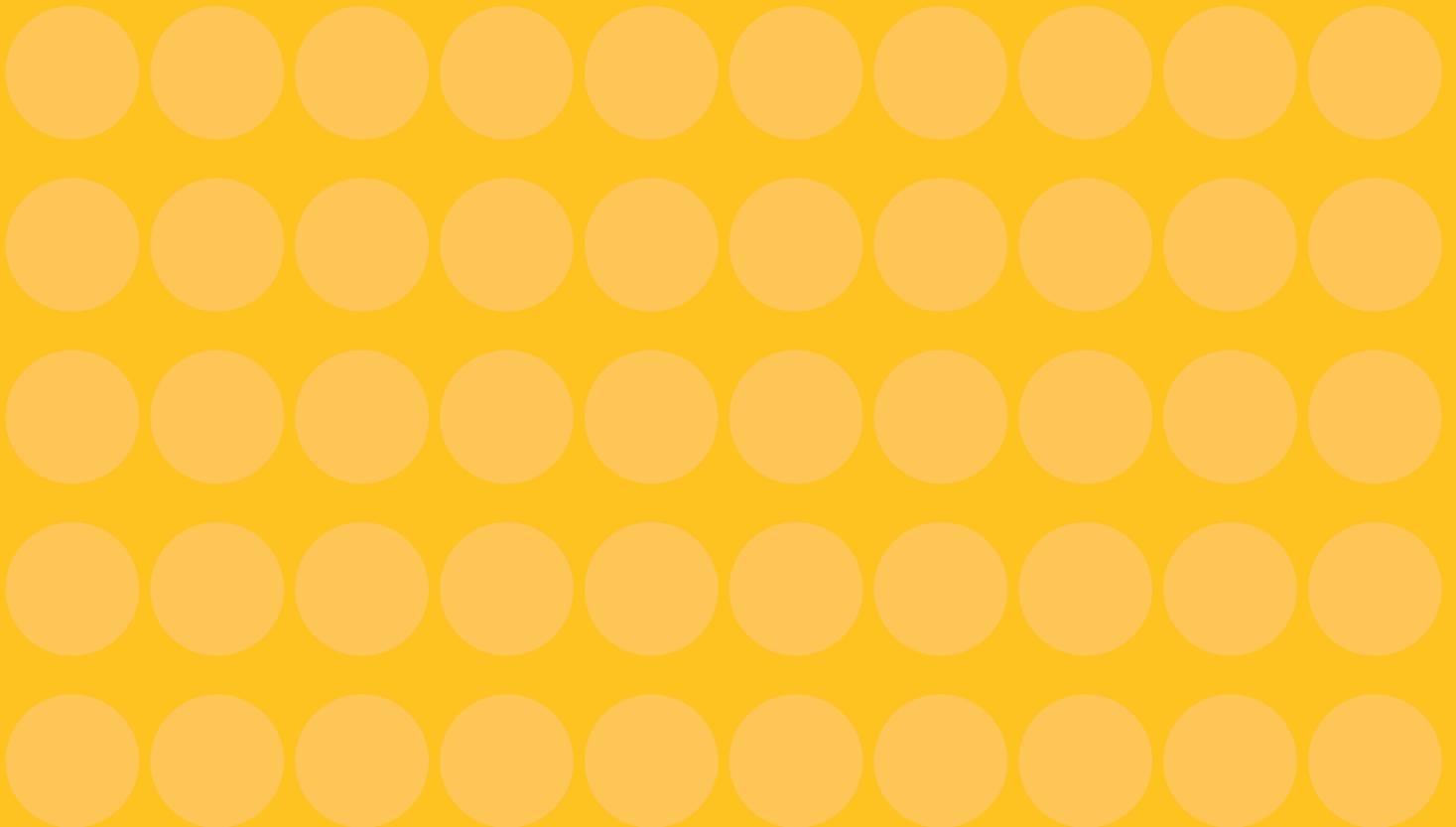
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LV

Número 4, octubre-diciembre de 2009



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*)
Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2009-2011

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Banco Central do Brasil
Banco de México
Banco Central de Nicaragua
Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Kenneth Coates
Director General

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana-Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., Av. Coyoacán n° 1450, Col. Del Valle, México D. F., 03220. 400 ejemplares. ISSN 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

169 **Nota editorial**

170 **A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile**

José De Gregorio

175 **Estrategia de política monetaria en un ambiente global**

Philippe Moutot
Giovanni Vitale

207 **Las dos crisis de economía internacional**

Michael P. Dooley
Peter M. Garber
David Folkerts-Landau

228 **Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2009**

231 **Índice 2009**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LV

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2009

Nota editorial

Este *Boletín*, contiene tres artículos que esperamos sean de su interés. El primero es un discurso realizado por José De Gregorio, presidente del Banco Central de Chile en relación con la celebración del vigésimo aniversario de la autonomía del Banco. En el caso chileno, como bien lo explica De Gregorio, la autonomía del banco central está señalada de manera específica en la Ley Orgánica Constitucional de la propia institución. Sin embargo, aun cuando el fundamento jurídico es esencial para que un banco central sea efectivamente autónomo, también lo es, cómo en la práctica con la ejecución de la política monetaria y otras acciones la institución ejerce tal autonomía. En este sentido, uno de los aspectos más llamativos que señala De Gregorio en el discurso es el acercamiento del Banco Central de Chile hacia los agentes económicos y el público en general mediante una comunicación transparente, clara y oportuna.

El siguiente artículo, “Estrategia de política monetaria en un ambiente global”, de Philippe Moutot y de Giovanni Vitale, ambos funcionarios del Banco Central Europeo, nos llama la atención acerca de los efectos de la globalización de los mercados sobre la aplicación y el desempeño de la política monetaria. De acuerdo con los autores, un efecto directo de la globalización es el cambio que ha producido en las estructuras de las economías nacionales, de tal forma que también ha cambiado la forma que en los choques económicos y financieros se propagan dentro de una economía y hacia otras. Si bien, ellos argumentan que la política monetaria destinada al mantenimiento de los precios todavía es una solución eficiente para controlar episodios de inflación y por consiguiente contribuir a la estabilidad financiera, sí es posible que los bancos centrales deban revisar la forma en que tendrían que llevarla a cabo. Lo cual puede implicar mayor análisis de las estructuras nacionales e internacionales, así como políticas multilaterales.

En el artículo de Michael P. Dooley, Peter M. Garber y David Folkerts-Landau, “Las dos crisis de economía internacional”, se señala que la teoría fundamental de la macroeconomía de la economía abierta está bajo presión y en consecuencia, en este sentido, se observan dos crisis: una de la economía real misma y otra, la crisis el fracaso de la teoría para ajustarse a la realidad. En resumen, argumentan que la teoría convencional de consumo intertemporal es inadecuada para explicar la realidad actual de las relaciones económicas internacionales, por lo cual proponen un modelo alternativo que considera el uso de garantías y la acumulación de reservas ante la posibilidad de incumplimientos.

Al final se incluye la lista de actividades del trimestre, así como el índice general del volumen LV del *Boletín*. Los invitamos a visitar el sitio web institucional (www.cemla.org) para obtener mayor información acerca de nuestras diversas publicaciones y actividades. Pueden enviar sus comentarios a (publicaciones@cemla.org).

A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile*

José De Gregorio

I. Introducción

La autonomía del banco central está consagrada en la Constitución y, específicamente, en la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, promulgada en octubre de 1989 y que constituyó un cambio trascendental para el funcionamiento de la economía chilena.

La Ley establece que el banco central es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida. En su artículo tercero señala que “el banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Agrega que “Las atribuciones del banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales”.

Además, establece que “ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del banco central”. Finalmente, el artículo sexto señala que “El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la presentación de J. De Gregorio, presidente, del Banco Central de Chile (BCC), preparada para la conmemoración de los veinte años de autonomía del BCC, organizada por el Instituto Chileno de Administración Racional de Empresas, en la ciudad de Santiago, el 29 de octubre del 2009. El autor agradece los valiosos comentarios y aportes de Luis Felipe Céspedes y Jorge Restrepo en la preparación de este documento.

Este es, pues, un mandato claro para el Banco Central de Chile, para el cual establece instrumentos y mecanismos de nombramiento y remoción del Consejo, así como vehículos de coordinación con el ejecutivo.

Además, la autonomía se refuerza y legitima mediante el logro de esos objetivos y con una política de comunicaciones y transparencia que el banco ha venido poniendo en práctica, con alcances que van mucho más allá de lo que la propia Ley Orgánica establece en cuanto a la obligación de informar sobre sus decisiones.

En esta presentación abordaré algunos de los principales elementos en materia de autonomía de bancos centrales y realizaré una evaluación de los principales logros de estos años.

II. El por qué de la autonomía

Una inflación elevada es costosa para la sociedad, pues está asociada a una mayor volatilidad de los precios, lo que produce distorsiones en la asignación de recursos. Señales de precios erróneas llevan a decisiones de inversión erróneas, es decir, a un uso menos eficiente de los recursos, lo que reduce la capacidad productiva de la economía y finalmente el crecimiento.

Existe abundante evidencia sobre los efectos nocivos de la inflación para el crecimiento de largo plazo (Barro, 1995; De Gregorio, 1995).

Pero ¿por qué existe una tendencia a una inflación más elevada cuando los bancos centrales no son autónomos?

En primer lugar, están las necesidades de financiamiento del gasto público. Son varias las razones por las cuales siempre existe una presión

a un mayor gasto público. Muchas de ellas son ampliamente conocidas y no es del caso analizarlas en esta ocasión. Lo cierto es que esta tendencia a un mayor gasto público, sumado al hecho de que la inflación es un impuesto de fácil recaudación, implica una presión natural hacia una mayor inflación.

Numerosos episodios en donde han primado los objetivos fiscales por sobre los de estabilidad de precios han resultado en significativas espirales inflacionarias, de alto costo para las sociedades. Esto es algo muy conocido en Chile y en toda nuestra región.

Un segundo elemento detrás del *sesgo* inflacionario tiene relación con el llamado problema de inconsistencia dinámica. Paralelamente a la tendencia del gobierno a incrementar el gasto público, se encuentra el incentivo de incrementar la actividad económica de niveles superiores a los sostenibles. Existen diversas razones para que esto ocurra. Potenciales fallas de mercado pueden redundar en un nivel de producto menor al socialmente óptimo o razones de ciclo político pueden llevar al banco central a tratar de llevar el nivel de actividad más allá del nivel sostenible en el mediano plazo. ¿Cómo puede el gobierno (banco central) generar un mayor nivel de producto? Sorprendiendo a los agentes económicos con un nivel de inflación mayor al esperado. La sorpresa inflacionaria incrementa la demanda agregada y la actividad.

Pero sabemos que el público comprende cabalmente esta situación, por lo que el resultado final será más inflación y un nivel de producto igual al que se obtendría sin sorpresas inflacionarias. La inflación no puede generar aumentos permanentes del producto. Es decir, se genera mayor inflación sin mayor actividad, lo que arroja un menor bienestar social.

El otorgamiento de autonomía a la autoridad monetaria ha sido una forma de establecer un compromiso creíble con la estabilidad de precios y, a la vez, permitirle implementar una política monetaria que contribuya a suavizar el ciclo económico.

En la medida en que el banco central sea independiente de las necesidades de financiamiento del gobierno, se eliminará el sesgo inflacionario atribuible al financiamiento de un déficit público recurrente.

Además, el aumento en el horizonte de planeación de un banco central asociado a su mayor independencia reduce el problema de inconsistencia dinámica, por cuanto su interacción

con los agentes económicos se repite en el tiempo. En este contexto, la reputación del banco central actúa como un mecanismo autorregulador de su comportamiento. Así, en la medida en que el horizonte de planeación del banco central sea mayor, mayor será la probabilidad de implementar políticas eficientes. Lo anterior incrementa significativamente la capacidad de un banco central de lidiar con choques externos.

Para una economía abierta como la chilena, la credibilidad del banco central puede tener importantes efectos sobre la competitividad. Un banco central creíble, donde las expectativas de inflación se encuentran ancladas, experimentará un menor coeficiente de traspaso de tipo de cambio a la inflación. Lo anterior le permite al instituto emisor responder de manera más flexible frente a choques que requieran una depreciación del tipo de cambio real.

A modo de resumen, si existe confianza en el compromiso antiinflacionario del banco central, este puede reaccionar de manera más flexible frente a diversos choques y, de esta forma, minimizar las desviaciones del producto respecto de su nivel potencial.

Así, el banco central puede suavizar el ciclo económico y, al mismo tiempo, preservar la estabilidad de precios. El elemento clave en esta estrategia es la credibilidad del banco central en su compromiso con la estabilidad de precios, y para ello son claves la comunicación y la transparencia.

III. Autonomía y transparencia

La autonomía significa que el estado delega al banco central el manejo de la política monetaria, de forma que sea ejercida con criterios técnicos y con un horizonte de mediano plazo. Aquí surge la primera razón por la cual los bancos centrales deben ser transparentes: la necesaria legitimidad que debe tener en un régimen democrático una institución autónoma y cuyas decisiones tienen importantes implicaciones sobre el bienestar nacional. Las instituciones autónomas deben informar adecuadamente al país de su accionar.

En el caso chileno, la entrega de información está consagrada en la Ley Orgánica Constitucional, en donde se establece que una vez al año, el banco debe informar a la Presidencia de la República y al Senado de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones. Esto se hace en septiembre, cuando el Consejo

del banco expone el *Informe de Política Monetaria* (IPM) ante el pleno del Senado de la República. No obstante, el banco amplió de manera sustancial la entrega de información, y se han hecho importantes avances durante este año. En primer lugar, desde marzo, se publica en nuestra página web la minuta de antecedentes preparada por la División de Estudios un día antes de la reunión de política monetaria. De esta forma, se entregan al público los mismos antecedentes con que cuenta el Consejo al momento de tomar las decisiones de política monetaria. Además, el Consejo anunció que desde diciembre próximo, incrementará la frecuencia del IPM de tres a cuatro por año.

Asimismo, el banco publica dos veces al año el *Informe de Estabilidad Financiera*, en diciembre y junio, y, una vez al año, como parte de su Memoria, se publica el informe anual sobre la administración de las reservas internacionales.

Pero esto no es suficiente. La legitimidad se fortalece con comunicación directa, abierta y no excluyente, hacia el público en general, y por ello, los documentos señalados anteriormente se suben a nuestra página web al mismo momento en que están siendo presentados. Además, el banco emite otros informes, comunicados, minutas, estudios especializados y publicaciones estadísticas, todo lo cual está disponible para todo el público. Esto se complementa con exposiciones de consejeros o del personal, que también se suben a la página web.

La época en que el trabajo de los bancos centrales era algo complejo e indescifrable ha ido quedando atrás. Es nuestro interés, aunque no sea fácil lograrlo, que la comunidad entienda nuestro trabajo, que es la provisión de un bien público como la estabilidad que permite el progreso del país, y no una operación de tecnócratas con criterios incomprensibles.

Existe otra razón importante por la cual los bancos centrales deben ser transparentes: la eficacia de la política monetaria. En los últimos años, se ha avanzado en el consenso de que una mejor política monetaria es aquella que se realiza de forma predecible, sin ser fuente ella misma de ruido e inestabilidad. Para ello, es necesario comunicar de manera adecuada la visión que tenemos de cómo funciona la economía y cómo las decisiones de política monetaria afectan la inflación.

IV. Resultados

Durante la década de los noventa se produjo un

incremento sustancial del número de bancos centrales autónomos, de tal forma que muchos países introdujeron reformas legales a favor de la autonomía (cuadro 1).

Cuadro 1

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE AUTONOMÍA DE BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN^a

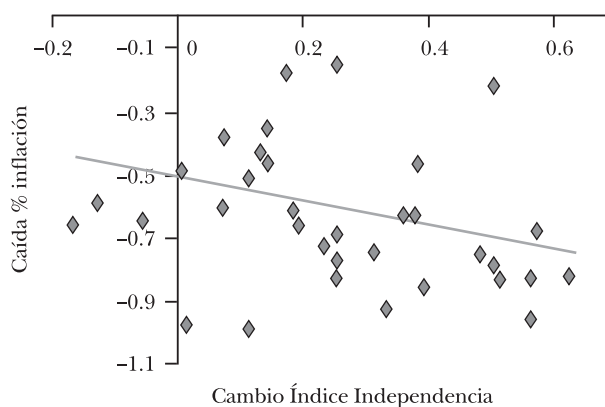
Países	Inflación promedio (%)	Índice de autonomía		
		Político	Económico	Total
I. Fines de los ochenta (1989)				
Avanzados	5.3	0.39	0.59	0.48
Emergentes	18.6	0.27	0.38	0.32
En desarrollo	22.5	0.27	0.45	0.35
II. 2003				
Avanzados	2.1	0.74	0.81	0.77
Emergentes	7.0	0.47	0.75	0.61
En desarrollo	8.4	0.29	0.67	0.48

FUENTES: Arnone *et al.* (2007) y FMI.

^a Países con inflación mayor de 100% fueron eliminados de la muestra.

La evidencia muestra que el aumento de la independencia de los bancos centrales ha estado asociado a una reducción de la inflación (gráfica I). Esto vale tanto para países en desarrollo como para economías avanzadas, y corrobora lo encontrado en un amplio número de investigaciones, que realizan análisis estadísticos más sofisticados para confirmar la solidez de las correlaciones parciales. Asimismo, mayores grados de independencia, han contribuido a reducir la volatilidad

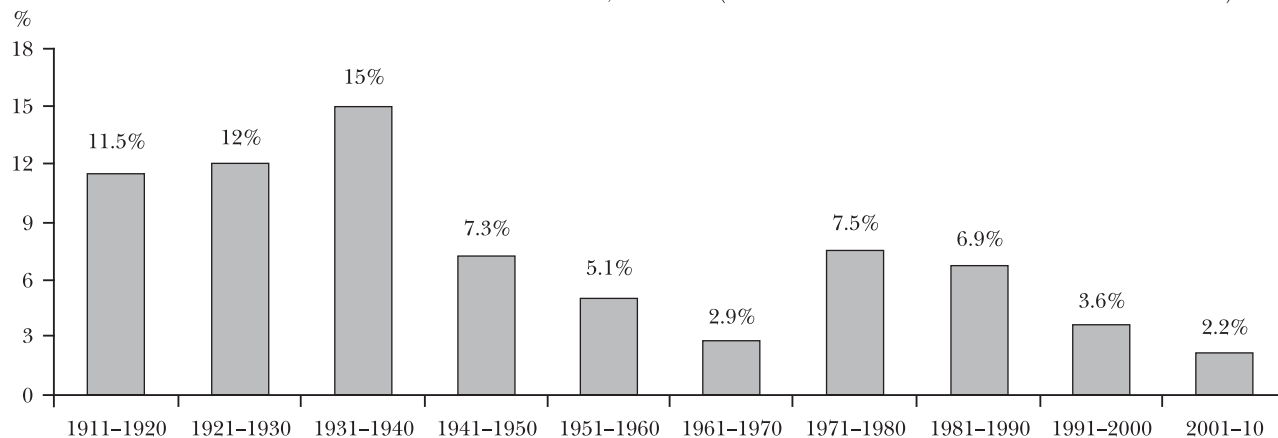
GRÁFICA I. CAÍDA DE INFLACIÓN Y CAMBIO EN AUTONOMÍA BANCO CENTRAL^a



FUENTE: Banco Central de Chile.

^a Caída de inflación corresponde a la variación porcentual de la inflación promedio entre el período 1980-1989 y 2000-2008. Cambio en autonomía corresponde al cambio en el índice de autonomía de Arnone *et al.* (2007) entre fines de los ochenta y el 2003.

GRÁFICA II. VOLATILIDAD DEL CRECIMIENTO EN CHILE, 1911-2010 (DESVIACIÓN ESTÁNDAR TASA DE CRECIMIENTO)



FUENTE: Banco Central de Chile.

NOTA: 2009-10 con base en IPoM de septiembre del 2009.

dad de la inflación. Por lo tanto, la autonomía es una estrategia adecuada para corregir el sesgo inflacionario. En resumen, la evidencia indica que mayores grados de independencia están asociados con inflaciones menores y más estables, y en consecuencia con mayor crecimiento.

En Chile, en los veinte años de autonomía, la inflación ha promediado 7.5%. En la última década, período en el cual la inflación ha promediado 3.2%, la volatilidad del producto ha caído marcadamente en relación con décadas anteriores (gráfica II). Estos resultados sugieren que la conducción de la política monetaria por un banco central autónomo ha tenido un efecto de primer orden en nuestro desempeño macroeconómico.

En materia del proceso inflacionario los resultados que se obtienen de estudios especializados son alentadores. La mayor credibilidad del banco central en su objetivo inflacionario, que se constata directamente en las expectativas de inflación a dos años plazo por parte del mercado, ha significado que la dinámica inflacionaria reduzca el conocido *trade off* entre inflación y crecimiento.

La evidencia muestra que la inflación está hoy mejor anclada en las expectativas futuras de inflación. La inflación mira menos al pasado y más hacia la meta. Esto implica que los ajustes ante choques conllevan un menor costo de estabilización y, por lo tanto, una mayor estabilidad del producto, sin sacrificar el objetivo inflacionario (Céspedes y Soto, 2007)

Una muestra de la importancia de la autonomía del banco central y de la ganancia en credibilidad asociada a ésta, tiene relación con la

capacidad para implementar políticas contracíclicas.

Las acciones estabilizadoras del banco central en un contexto de autonomía, permiten hacer frente a choques negativos sin sacrificar la credibilidad. Un reflejo de lo anterior se encuentra en la experiencia chilena reciente. La significativa inyección de liquidez en el mercado y la posterior agresiva reducción de la tasa de interés, como respuesta a los efectos de la crisis financiera internacional de septiembre del 2008, se dio en un contexto en el cual las expectativas de inflación en el horizonte de política se mantuvieron coherentes con la meta de inflación.

La literatura empírica para el caso chileno entrega evidencia respecto de la existencia de una relación negativa entre el coeficiente de traspaso de depreciaciones nominales a la inflación y la credibilidad del banco central. Dicha credibilidad es clave para permitir que el tipo de cambio real contribuya a los ajustes de la economía.

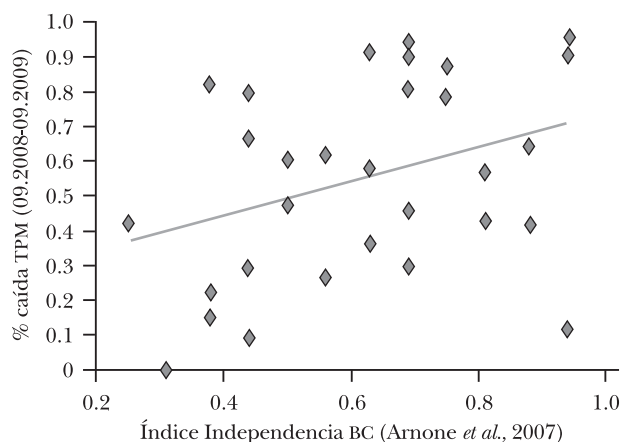
En términos de los desarrollos más recientes, la evidencia muestra que bancos centrales más autónomos han implementado expansiones monetarias más agresivas (gráfica III).

V. Conclusiones

A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile, podemos decir que ésta ha sido exitosa y se ha consolidado.

Aún enfrentamos desafíos. La evolución de la economía en los últimos años ha levantado temas que debemos seguir analizando para mejorar el marco de políticas.

GRÁFICA III. PORCENTAJE CAÍDA TPM ENTRE SEPTIEMBRE 2008 Y SEPTIEMBRE 2009 E INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL.^a



FUENTE: Banco Central de Chile.

En todo caso, una lectura objetiva de la realidad, con las dificultades personales y conflictos de interés que tengo para ser un árbitro independiente, nos muestra que nuestro país tiene una política monetaria como nunca antes había conseguido.

La amplitud del ciclo económico se ha atenuado y se ha consolidado la inflación baja. Las expectativas inflacionarias se han estabilizado y es posible realizar una efectiva política monetaria contracíclica. Para ello hemos contado con una política fiscal responsable y predecible.

Los éxitos en el manejo de la política monetaria son obra de muchos. Muchos, que desde fuera del banco, han resaltado la importancia de su autonomía, los logros en materia macroeconómica y también han realizado serios aportes para mejorar la conducción de la política monetaria.

Ello permite consolidar la institución.

También, hay muchos que han contribuido de manera decisiva desde dentro del banco. Quienes me han antecedido en la Presidencia, quienes han sido miembros del Consejo, y también un gran contingente de excelentes economistas y profesionales que han aportado al diseño de la política monetaria, a una mejor comprensión de nuestra economía, y a manejar una institución en la cual el país ha depositado una gran responsabilidad, y sobre la cual tenemos una enorme obligación de excelencia. Muchas gracias.

Referencias

- Arnone, M., B. J. Laurens, J. F. Segalotto y M. Sommer (2007), *Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends*, Fondo Monetario Internacional (Working Paper, n° 07/88).
- Barro, R. (1995), "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 35, pp. 166-76.
- Céspedes, L. F., y C. Soto (2007), "Credibility and Inflation Targeting in Chile", en F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, vol. XI, Banco Central de Chile (Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas).
- De Gregorio, J. (1995), "Inflación, crecimiento y los bancos centrales: teoría y evidencia," en M. Aparicio y W. Easterly (eds.), *Crecimiento económico, teoría, instituciones y experiencia internacional*, Banco Mundial y Banco de la República, de Colombia.

Estrategia de política monetaria en un ambiente global*

*Philippe Moutot
Giovanni Vitale*

I. Introducción

Desde mediados de los años ochenta, la economía mundial ha experimentado transformaciones profundas en las que es probable que las fuentes y los efectos no hayan sido entendidos aún en su totalidad. El proceso continuo de integración en el comercio, en la producción y en los mercados financieros entre países y regiones económicas –que es lo que en general se define como globalización– afecta de forma directa la ejecución de las políticas monetarias en una variedad de sentidos. El objetivo de este documento es presentar una sinopsis de las implicaciones estructurales de la globalización para las economías locales de los países desarrollados y de estas implicaciones deducir las lecciones para la ejecución de políticas monetarias y en particular la evaluación de riesgos para la estabilidad de precios.

Desde el punto de vista de la literatura económica, el hecho estilizado más prominente de los últimos 25 años es que el nivel de inflación y la variabilidad de este nivel ha descendido tanto en las economías desarrolladas como, en una fase posterior, en las economías en desarrollo, lo cual ha hecho que algunos académicos y profesionales

se refieran a este fenómeno como la Gran Moderación.¹ Pero poco a poco se sumaron otros acontecimientos que también es necesario tomar en cuenta. Estos incluyen los desequilibrios globales que aparecieron en las cuentas actuales de algunos países grandes así como la recurrencia de auges y caídas con consecuencias globales en la última década y la más reciente aceleración y caída de precios de productos básicos que han terminado o, al menos, interrumpido la Gran Moderación.

El debate hasta ahora se ha centrado en tres posibles interpretaciones de la Gran Moderación: cambio estructural, mayor capacidad de los formuladores de políticas y, de forma más sencilla, buena suerte. La globalización y su impacto inicial sobre los precios de importación en particular, pueden haber desempeñado un papel en la primera y última explicación, ya sea al cambiar la estructura de las economías nacionales involucradas en el comercio internacional o al ejercer en cierta forma una presión mecánica descendente sobre las tendencias inflacionarias. Este artículo repasa los argumentos teóricos y la evidencia empírica que respalda a una u otra hipótesis, sin asumir que sean excluyentes entre sí. Al hacerlo de esa forma, así, el artículo investiga las implicaciones más amplias de los cambios asociados en el mecanismo de ajuste de las economías nacionales a los choques exógenos y acciones de política monetaria. Argumentaremos que las tres explicaciones anteriores están interrelacionadas y que, en el futuro, podrían fungir de muchas otras maneras aparte de las

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo *Monetary Policy Strategy in a Global Environment*, escrito por P. Moutot y G. Vitale, funcionarios de la Dirección de Política Monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Los autores agradecen a A. Dalamangas por su útil asistencia en la investigación. Asimismo, a los participantes de la *International Conference* del banco central de Francia por sus comentarios en la primera versión del 2007. Las opiniones expresadas en este artículo no reflejan necesariamente las opiniones del BCE o del Eurosistema. Los errores son de los autores excepto aquellos derivados de la traducción.

¹ Ver entre otros a McConnell y Pérez-Quirós (2000) y a Blanchard y Simon (2001).

experimentadas en los últimos tiempos. En concreto, el reciente aumento de los precios del petróleo y de otros productos básicos constituye pruebas importantes, diferentes e inmediatas para la política monetaria en la cual algunas de las lecciones anteriores se podrían tener que tomar en cuenta.

El artículo se refiere además a otro hecho estilizado pero menos estudiado, la reducción del sesgo local en el mismo período y a otras características asociadas de los flujos financieros en los cuales se incluye la alta recurrencia de burbujas de precios de los activos. Otra característica de la globalización de los últimos diez años es un aumento simultáneo de, por un lado, la fijación de tipos de cambio con respecto al dólar y regímenes de cajas de conversión con respecto al euro y, por otra parte, bancos centrales con metas de inflación. Una característica relacionada de la globalización es el cambio, en términos de tamaño relativo y poder financiero, de los países emergentes y de los países desarrollados. Mientras que la economía estadounidense empujaba a las economías europeas y en desarrollo después de la Segunda Guerra Mundial y hasta los años noventa, el final del siglo pasado fue testigo del surgimiento de países de gran tamaño como la India, China, Rusia y Brasil. Esta reducción del sesgo local, la difusión de las estrategias de política monetaria de metas de inflación o de fijación del tipo de cambio con respecto a una moneda más fuerte y la nueva distribución del poder financiero no sólo cambiaron el impacto de los flujos de capital sino que también afectaron la dinámica de los tipos de cambio y de forma más general de los ajustes internacionales, dentro de los que se incluyen también los desequilibrios globales y las crisis financieras. Estos elementos tienen además consecuencias para la conducción de la política monetaria, para su capacidad para anticiparse y reaccionar ante crisis internacionales, y para la naturaleza de la supervisión internacional.

El artículo está organizado de la siguiente forma: la siguiente sección repasa en forma breve la literatura que estudia el impacto en la inflación de la integración de países nuevos y de salarios bajos en el mercado global. La principal conclusión de esta literatura es que al menos parte de la reducción de la inflación en las economías desarrolladas hasta el 2007 se podría explicar por la presión descendente ejercida por los precios de las importaciones más bajas sobre

la inflación local que ha sido equilibrada hace poco por la presión ascendente de los altos precios de los productos básicos. En la sección III, el artículo revisa los posibles cambios estructurales en el sector real que, por encima de la reducción relativa de los precios de importación, pudo haber sido responsable de una reducción más estructural de la inflación nacional en todo el mundo. La sección IV expande la discusión acerca de las implicaciones estructurales de la globalización al sector financiero. En concreto, la sección hace la distinción entre el cambio eventual del sesgo local y la asignación de ahorro nacional y, de forma más general, las implicaciones macroeconómicas del alto nivel de integración de los mercados financieros a nivel mundial. La sección V reúne varias implicaciones de la globalización para la política monetaria. La sección VI esboza los principales mensajes. Primero, las estrategias de la política monetaria deben incluir el análisis estructural de los acontecimientos económicos, con el objeto de desenredar los posibles choques que golpean a la economía. En particular, es necesario tomar en cuenta el papel de los mercados financieros en la transmisión de tales choques dado que es probable que su evolución e integración global jueguen un papel significativo en la creación y distribución de liquidez entre países. El papel creciente de los mercados financieros en el mecanismo de transmisión proporciona más soporte para ir contra la marea de las posibles burbujas de precios de los activos. Segundo, la interdependencia de mercados financieros en el mundo refuerza el caso de una nueva política de cooperación multilateral más refinada que integre los mercados financieros y los flujos de capital internacional con los acontecimientos económicos y posiciones políticas.

II. La globalización como un choque negativo y luego positivo sobre la inflación

La primera explicación posible del vínculo entre globalización e inflación es que la primera, al menos al inicio, generó un choque negativo en el proceso de inflación de las economías desarrolladas, sin alterar la estructura del proceso en sí mismo. El argumento partiría de un aspecto significativo de globalización: la magnitud del aumento del suministro global de mano de obra, que con la integración a la economía global de China, India y Europa del Este (EE) pasó de 1.5

mil millones a tres mil millones.² Además, debido al nivel, de alguna manera bajo, de desarrollo de esos países, el aumento en el suministro de mano de obra global incrementó la proporción de mano de obra no calificada con respecto a la mano de obra calificada. Por lo tanto, los salarios de los trabajadores no calificados en los países industrializados se redujo en relación con el salario de trabajadores calificados y la tasa de rentabilidad del capital aumentó. Por otra parte, debido al descenso secular en los costos de transporte y comunicación, las empresas reubicaron también la producción de bienes (y servicios) con bajo contenido de mano de obra calificada hacia los nuevos países emergentes mientras que la producción de bienes (y servicios) con alto contenido de mano de obra calificada cambió hacia países industrializados. De hecho, los desarrollos tecnológicos se dieron tan rápido que ahora es posible asignar diferentes fases de la cadena de producción en diferentes partes del mundo para muchos bienes y servicios, según su contenido relativo de mano de obra calificada y no calificada. Como resultado, en la mayoría de las economías de la OCDE los precios de las importaciones se redujeron en relación con los precios del productor local de los últimos 20 años. Pain *et al.* (2006) (PKS) calcula que en el período 1996-2005, la integración creciente al comercio mundial de las economías que no son de la OCDE, China y otras economías asiáticas en particular, redujo la inflación local anual en 0.2 puntos porcentuales en promedio, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, respectivamente.³ La amortiguación de la dinámica de inflación en Estados Unidos y en la zona del euro se debe tanto a la alta penetración de la importación de esos países de producción a bajo costo como al menor crecimiento relativo de los precios de exportación asiáticos comparado con los precios al productor estadounidense y de la zona del euro.⁴

² Bean (2006).

³ PKS (2006) muestra que mientras que en los Estados Unidos el impacto está distribuido de forma uniforme en la década bajo escrutinio, en la zona del euro el efecto desinflacionario se concentra sobre todo en el período 2001-2005.

⁴ En teoría, un cambio en la participación del comercio exterior puede afectar la inflación local por medio de un efecto *participación* o un efecto *precio*. El efecto participación se define como el cambio en los precios de importación de la zona del euro debido al cambio en la participación de importación de países de bajo costo, mientras que el efecto precio designa la contribución a los precios totales de importación debido a diferenciales inflacionarios del precio de

Al aislar el efecto de la mayor entrada de importaciones que mide más de cerca el impacto de la globalización, PKS (2006) estima que la creciente participación de las importaciones chinas y de otras economías asiáticas explica la mayoría del efecto total desinflacionario en la zona del euro (0.2% por año en promedio) en el período 1996-2005 pero sólo la mitad del efecto total en los Estados Unidos (0.1% por año en promedio).

Recientes análisis llevados a cabo en el BCE⁵ se centran en datos del sector comercial externo de la zona del euro para evaluar el impacto del aumento en la participación de comercio exterior con China y los nuevos estados miembros de la UE en los precios de la zona del euro. El análisis de insumo-producto revela que en el período 1996-2004, la creciente participación de comercio exterior con China y los nuevos estados miembros de la UE puede explicar una reducción promedio por año de más o menos 1.5% de la inflación⁶ de los precios de importación y una reducción de 0.1% en los precios al productor de manufactura en la zona del euro. El efecto promedio sobre la inflación de los precios al consumidor se estima que es de alrededor de 0.05% por año. Al usar los resultados de un modelo VAR para la cadena de producción de la zona del euro,⁷ que incorpora el choque estático de los precios de importación debido al efecto participación, el impacto en la inflación del consumidor es más o menos 0.3% por año en promedio, lo que es más cercano a las estimaciones mencionadas en PKS (2006).

Además de esto, parece que la globalización redujo el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios de la zona del euro.⁸ La reducción gradual y persistente de la participación estadounidense en las importaciones de la zona del euro puede llevar a una reducción mecánica del traspaso del tipo de cambio (ERPT) del precio de importación debido a que las exportaciones estadounidenses a la zona del euro tienen un alto ERPT de cerca de 90%. Sin embargo, la reducción del ERPT global observada durante los últimos 15 a 20 años podría resultar temporal y revertirse una vez que el nivel de precios de las

importación entre países de bajo costo comparado con el de países de alto costo.

⁵ ECB (2006).

⁶ El efecto precio (ver nota al pie 5) reduciría la inflación del precio de importación en otro 0.5% por año, en promedio.

⁷ Pula y Skudelny (2007).

⁸ Anderton (2007).

importaciones de la zona del euro de China y otras economías en desarrollo alcance el nivel de precios de otros proveedores de importación de la zona del euro.

En términos generales es justo decir que desde mediados de los noventa, la globalización ha tenido un efecto directo considerable en la inflación del precio nacional en las economías desarrolladas, lo cual se ha vuelto más evidente en la zona del euro en los últimos cinco años. Se espera que este efecto directo persista siempre que los diferenciales de costo entre las economías desarrolladas y las nuevas economías emergentes permanezcan, lo que llevará a mayor penetración de la importación de estos últimos países hacia los primeros.

Sin embargo, esto plantea la pregunta de qué tan duradero será el impacto de dichos diferenciales de costo. ¿Prevalecerá la disminución de la inflación? ¿Durará su reciente reversión? En efecto, el aumento en el suministro de mano de obra va acompañado de un aumento del consumo global de alimentos, petróleo y otros productos básicos: el precio de estos últimos aumentó con fuerza en los últimos tiempos y los efectos tangibles de neutralización sobre la inflación nacional ya son visibles. Este parece ser de forma clara el caso de los precios del petróleo y del metal y es cada vez más relevante para los alimentos básicos. La globalización ha llevado no sólo a una disminución del precio relativo de las importaciones de los productos y servicios manufacturados sino que también –en especial en los últimos cinco años– a un aumento en los precios del petróleo y de los productos básicos en gran parte debido a la demanda global mayor que se ha originado, entre otros, en China y otros países asiáticos. Por consiguiente, en los países importadores de petróleo, como Estados Unidos y la zona del euro, la disminución del precio relativo de los bienes y servicios importados se ve compensada, al menos de forma parcial, por el aumento en los precios de los productos básicos que tal vez desestimularán por un período de tiempo largo el efecto beneficioso de la reducción de bienes y servicios manufacturados en el salario real de los trabajadores. En el documento OCDE-FAO (2008) se sostiene que más allá de los factores climáticos temporales, el aumento significativo de los precios de los productos básicos en los últimos dos años se relaciona con causas más permanentes que están relacionadas en forma directa con la globalización. Primero, existe un rápido crecimiento del ingreso y cambios en el

régimen alimenticio en los mercados en desarrollo, en particular en los asiáticos, en donde la demanda por productos ricos en proteínas está en aumento y por ende ejerce una presión ascendente en los precios de la carne así como el forraje necesario para criar animales de granja. Segundo, el efecto directo de precios más altos del petróleo –que a su vez se debe a una mayor demanda de energía que ha surgido en los nuevos países en desarrollo, en particular en los países asiáticos– que aumenta los costos de transporte y producción. Tercero, el efecto indirecto de los altos precios del petróleo que proviene del desvío de tierras y materias primas alimenticias hacia los biocombustibles. Cuarto, un efecto de contrapeso sobre la competitividad de los precios de los países desarrollados los cuales son más eficientes en energía que los países emergentes y un mejor impacto sobre el producto potencial que podría terminar reduciendo los diferenciales de crecimiento del producto potencial entre estas dos categorías de países.

Estos acontecimientos tendrían al menos dos impactos relevantes en los banqueros centrales. Primero, socavan el uso y valor indicador de la inflación subyacente. En efecto, si la evolución de los artículos incluidos en tal concepto llega a estar correlacionada en forma directa con la evolución de los artículos excluidos, la noción de la inflación subyacente pierde su significado. Segundo, el aumento en los precios del petróleo y de los productos básicos –alimentos incluidos– puede reducir el ingreso real de los trabajadores de salarios más bajos y aumentar sus percepciones de inflación, con lo cual los beneficios de la globalización serían dispares, incluso cuando se abstraen de las consideraciones de competitividad y producción. Inclusive, si los aumentos de precio se concentran en los productos adquiridos con frecuencia, es posible que se promueva un sesgo en las percepciones que lleva a los consumidores a percepciones sesgadas al menos de forma temporal en lo que respecta a su ingreso real. Al punto de que tales percepciones podrían tener un impacto sobre la tendencia a consumir o ahorrar, el apoyo del público a la política monetaria y para la credibilidad del banco central, esto también podría afectar de forma seria la conducción de la política monetaria. Además de esto, la aceleración en los aumentos del precio del petróleo a principios del 2008 –y su impacto en los índices generales de los precios en muchas economías–, confirma cierta evidencia empírica

reciente⁹ sobre el papel crucial desempeñado tanto por las políticas monetarias que se centran en el mantenimiento de la estabilidad de precios como por la flexibilidad de salarios reales para facilitar la absorción del choque del precio del petróleo. Por lo tanto, los bancos centrales pueden tener que recordar las lecciones de los aumentos del precio del petróleo de 1970: la necesidad de prevenir efectos de segunda ronda, la necesidad de que los salarios absorban rápido la correspondiente pérdida del ingreso real y la necesidad de comunicación especial con el objeto de minimizar las brechas entre percepciones de inflación e inflación real.

III. La globalización cambia la estructura de la economía real

El descenso en la inflación global puede haber estado relacionado no sólo con el efecto cíclico directo de la globalización sobre el precio relativo de las importaciones –descrito en la sección anterior– sino también con un efecto permanente que la globalización puede haber tenido en la estructura de la economía real, en particular en el precio y mecanismos de formación de salarios en las economías desarrolladas.

1) *¿Existe un efecto permanente sobre el nivel de producto?*

En principio, la globalización pudo haber aumentado de manera permanente el nivel del producto que una economía puede producir sin generar presiones inflacionarias. El argumento surge de la disminución en el precio relativo de bienes importados que aumenta los salarios reales de los trabajadores sin incrementar los costos nominales para las empresas. Por lo tanto, para todo salario nominal, el suministro de mano de obra en la economía aumentaría porque los trabajadores estarían dispuestos a trabajar más por el mismo salario nominal y porque habría nuevos trabajadores dispuestos a trabajar por salarios nominales inferiores. Este proceso conlleva un cambio hacia la derecha de la curva de Phillips a largo plazo que produce tanto mayor crecimiento del producto como menor inflación.

No obstante, este enfoque no toma en cuenta el efecto de los precios del petróleo y los productos

básicos mencionados con anterioridad. Asimismo, el efecto de los precios del petróleo y de los productos básicos sobre el producto potencial puede ser significativo en países con bajo crecimiento de la productividad. A la postre, el impacto neto de la globalización es una cuestión empírica y en lo que concierne a la zona del euro, los más recientes acontecimientos en los salarios nominales y costos de mano de obra sugieren que las negociaciones de salarios sólo empiezan a generar efectos de segunda ronda de los aumentos pasados del precio del petróleo. Además, el enfoque del párrafo anterior podría no atribuir suficiente peso a las consideraciones de competitividad. De hecho, es más válido para países que se benefician de un nivel suficiente de productos y especialización de servicios con el objeto de emplear sobre todo a trabajadores calificados. E incluso en tal caso, esto no toma en cuenta la dinámica de ajuste necesario para aprovechar a tales trabajadores calificados en campos nuevos, cuando la tecnología y las telecomunicaciones permiten emplear trabajadores de calificación baja para productos o servicios tradicionales.

En efecto, en aquellos países que están dotados de trabajadores potencialmente calificados, el ajuste necesario para competir con los nuevos países emergentes conlleva un aumento en el contenido de importación de la producción nacional, el cual incluye aquellos sectores que venden sus productos en el mercado global. Por lo tanto, en los países desarrollados el sector exportador tiene que pasar por una fase de desempleo transitorio significativa y de permanente menor consumo de trabajadores. De esta manera la economía podría tomar algún tiempo para volver al producto potencial de mediano plazo. El aumento en la inversión de empresas que se requiere para mantener la competitividad está asociado, en un primer periodo, con la reducción de la producción y no será sino en una fase posterior que el empleo y el consumo se recuperen. El ejemplo de Alemania y, de manera más general, de la zona del euro es bastante notorio en este contexto.

Finalmente, el aumento de los precios del petróleo y de otros productos básicos puede, si es sustancial y permanente, tener un impacto en la función de producción de muchas economías. Podría en realidad contrarrestar el efecto positivo de precios más bajos para otras importaciones, al menos para países que no están tan calificados o que no son tan eficientes desde el punto

⁹ Blanchard y Gali (2007).

de vista energético para aprovechar esto último. Esto podría incluso alargar el proceso transitorio descrito antes. En todo caso, el impacto negativo de la función de producción deberá de reducir la brecha del producto con lo cual influiría en la dinámica de la inflación.

Estos ajustes dinámicos también tienen consecuencias para la política monetaria. Primero, indicadores tales como la brecha del producto y la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) pueden estar sesgados a tal punto que los métodos estadísticos usuales para su medición se basen en los ciclos anteriores y, en general, más cortos, lo cual puede tener como resultado una amplificación espuria tanto de la disminución como de la consiguiente aceleración en la dinámica de tendencia. Segundo, podría ser necesario que la conducción de la política monetaria tome en cuenta el posible ajuste prolongado en el sector exportador y tienda a mantener tasas de interés menores durante la depresión pero a aumentarlas en el período de recuperación a niveles y velocidades que podrían ser más altas que lo normal. Esto puede explicar, junto con argumentos más tradicionales, la observación, desde principios del presente siglo, de una desviación sustancial de las tasas de política observadas en las economías desarrolladas más importantes de lo que es la tasa normativa prescrita por las reglas de Taylor estándar estimadas en datos históricos.

2) ¿Un efecto permanente en la forma de la curva de Phillips?

Una explicación estructural diferente de la tendencia de disminución observada en la inflación en los últimos 20 años se enfoca en el impacto de la globalización sobre el mecanismo de ajuste a los choques de demanda. En particular, se argumenta que la globalización aumentó los incentivos para que las empresas absorban cambios en la demanda, al ajustar el empleo en lugar del precio para los productos finales. En otras palabras la curva de Phillips a corto plazo, que mapea el exceso de la demanda sobre la oferta¹⁰ hacia la inflación, se ha achatado debido al aumento en el comercio y la especialización en la producción entre países.¹¹

¹⁰ Y en los modelos de previsión macroeconómicos estándar, expectativas inflacionarias.

¹¹ Gali y Monacelli (2005) modelan un comercio de economía pequeña y abierta con un número infinito de otras economías extranjeras. En la curva de Phillips del modelo se muestra que entre más abierta sea la economía y menos sus-

Es verdad, la evidencia empírica concerniente a la eventual forma achatada de la curva de Phillips es más bien controversial. La investigación realizada en el FMI y el BIS¹² encuentra respaldo para la hipótesis de que el aumento en el comercio internacional y la especialización de la producción aumentó la importancia de los indicadores globales del período de poca actividad económica e inflación relativa a los indicadores nacionales. No obstante, Calza (2008) no pudo encontrar evidencia significativa del impacto de las variables extranjeras en la inflación nacional mientras que Ihrig *et al.* (2007) muestra que las estimaciones empíricas dependen de la especificación de la curva estimada de Phillips.

En un reciente artículo, Benati (2007) brinda otra posible explicación acerca del achatamiento de la curva de Phillips, que se originó en el objetivo principal del marco neokeynesiano. En la regla de fijación de precios estándar de las empresas en estos modelos, mayor (menor) inflación tendencial aumenta (reduce) la frecuencia de los ajustes de precio de las empresas –lo cual es un parámetro profundo que ingresa el coeficiente de la forma reducida de la brecha del producto en la curva de Phillips– aumentando (reduciendo) de esta manera la sensibilidad de la inflación nacional a fluctuaciones cíclicas del producto. Benati (2007) muestra que, a través de la historia y entre un amplio grupo de países, con la zona del euro incluida, la pendiente que varía con el tiempo de la curva de Phillips está correlacionada de forma positiva con la tendencia de la tasa de inflación. En efecto, de acuerdo con su interpretación, la disminución en los coeficientes de la curva de Phillips estimada de forma reducida para muchos países de la OCDE, incluida la zona del euro durante las últimas dos o tres décadas se debe a la afirmación progresiva de un ambiente de baja inflación. En teoría, la curva de Phillips neokeynesiana estándar modela la inflación como una función de la inflación pasada y esperada más alguna variable impulsora, que normalmente es la brecha del producto o los costos marginales de las empresas. En efecto si se

tituibles sean los bienes nacionales con respecto a los bienes del exterior, menor será el coeficiente sobre la brecha de producto nacional.

¹² FMI (2006) y, Borio y Filardo (2007), respectivamente. Ciccarelli, M. y B. Mojon (2005) también argumentan que en una muestra de las economías que conforman la OCDE la inflación nacional es conducida por un proceso inflacionario global, que en horizontes cortos es una función de los acontecimientos globales reales.

asumen expectativas racionales y un comportamiento que mira hacia el futuro, la tendencia de la inflación se ve afectada por la tendencia en la variable impulsora. Esto podría implicar que la globalización puede haber contribuido a achatar la curva de Phillips a corto plazo por medio de su influencia en la tendencia de la variable impulsora –por ejemplo, al afectar la tendencia de la dinámica de salarios nacionales– más que por medio de la integración del proceso productivo y del creciente comercio internacional.¹³

Una explicación alternativa del aparente achatamiento de la curva de Phillips a corto plazo es la capacidad reducida de las empresas para aumentar su margen de precios en presencia de choques de demanda agregados.¹⁴ En el marco neokeynesiano el vínculo entre las fluctuaciones de la demanda agregada y los precios es suministrado por los márgenes de utilidad, o mark-ups (sobrepuestos o márgenes de comercialización). La teoría señala que cuando las empresas experimentan un aumento inesperado en la demanda de su producto, su costo de producción sube y, de esta manera, suben los precios para que sus márgenes no se vean alterados. La competencia de economías con abundancia de mano de obra reduce la capacidad de las empresas de traspasar el aumento de los costos a los precios del producto final porque, de lo contrario, perderían participación de mercado.¹⁵ Es justo argumentar que esta explicación se opone a los acontecimientos hasta 2007 en cuanto a la participación de utilidades en todas las economías desarrolladas más importantes –y al empleo creciente–, que ha alcanzado elevaciones históricas. Esto sugiere que en vez de comprimir los márgenes de utilidad, las fuerzas competitivas globales han

¹³ Las estimaciones de Benati (2007) muestran que los coeficientes de la brecha del producto, aún cuando son mucho menores que durante los años setenta, están lejos de ser cero, lo que confirma así que todavía existe un intercambio a corto plazo entre la inflación y el producto en la muestra de países considerados.

¹⁴ Batini *et al.* (2005).

¹⁵ Rogoff (2003) argumenta que de hecho la globalización puede haber tenido el efecto opuesto sobre el comportamiento de fijación de precios de las empresas. El argumento es que el aumento en las presiones competitivas que surge de la globalización hace que el costo de fijar el precio en el nivel erróneo para las empresas sea mucho más alto que en una situación de relativa menor competencia. En efecto, la globalización llevó a las empresas a revisar sus precios con más frecuencia y, eventualmente, a aumentar la sensibilidad de la inflación –lo que hace la curva de Phillips más empinada– a las fluctuaciones de demanda.

ejercido presiones a la baja en la dinámica salarial de las economías desarrolladas y, por lo tanto, han reducido de manera directa el efecto de las fluctuaciones de demanda en el costo de producción. Además, el hecho de que las presiones inflacionarias que surgen del grave aumento en los precios del petróleo en los últimos dos o tres años haya tenido un efecto algo limitado también sugiere que los choques al costo de la producción hasta ahora son absorbidos con una compresión de la dinámica salarial más que con un aumento de los precios finales.

En términos generales, parece ser cierto que la curva de Phillips se ha achatado. Aunque esto puede dar una idea de comodidad a los bancos centrales, también necesitan ser conscientes de que la curva de Phillips puede tener un cambio en su pendiente de forma rápida cuando el público conozca sobre esto. En tal contexto, las consecuencias, en términos del producto, de aceptar una inflación progresiva y tener que combatirla en lo sucesivo –la así llamada tasa de sacrificio– también crecen.¹⁶

Sin embargo el papel de la globalización no implica que el período de poca actividad deba de ser una consideración trascendental, al menos para economías grandes. Asimismo, el impacto de la globalización en los precios de importación, que es una preocupación relevante para las economías pequeñas y medianas, es menos relevante para economías grandes. Incluso, el achatamiento de la curva de Phillips se debe también a una combinación de credibilidad y buena suerte. En realidad, la globalización pudo haber influido también en el comportamiento para la fijación de precios de las empresas tal y como mencionó Benati. Además, aún si el achatamiento de la curva de rendimiento sólo está conectado con la credibilidad aumentada de los bancos centrales, es imposible excluir algún golpe de mala suerte en el futuro. Precios más altos de los productos básicos, sobre todo si afectan las percepciones de inflación de los agentes, podrían hacer que la curva de Phillips se vuelva más empinada.

IV. La globalización de los mercados financieros

La liberalización progresiva de las cuentas de capital que empezó en los ochenta en las economías desarrolladas y que, de ahí en adelante, involucró también de forma gradual a algunos de los

¹⁶ Viñals (2000).

mercados emergentes más avanzados, con el paso de los años incentivó la integración de los mercados financieros mundiales. La mayor interdependencia de los mercados financieros y la innovación financiera complementaria han cambiado el mecanismo de transmisión monetaria. Por ese motivo representa nuevos retos para los bancos centrales que deben interpretar los acontecimientos de la economía nacional y de esta manera, evaluar su posición de política monetaria.

Dichos retos se pueden ver como el resultado de una interacción entre cuatro factores principales que caracterizan los últimos acontecimientos en el proceso de globalización de los mercados financieros. Primero el sesgo local de los inversionistas se redujo, aunque de forma desigual en los países principales. Segundo, el peso de las transacciones financieras globales relativo a transacciones comerciales y de servicios aumentó, lo cual dio al menos a corto y mediano plazo más importancia relativa a determinantes financieros en la conducción de la dinámica de las tasas de interés y de los tipos de cambio. Tercero, dichas dinámicas se han visto influenciadas por la difusión de las metas de inflación y de régimen de convertibilidad o estrategias de fijación a una moneda. Cuarto, el desarrollo de los mercados financieros incentivó la innovación financiera y su difusión, dado que multiplicó las técnicas para la transferencia del riesgo y por esa razón reforzó los canales de difusión y transmisión de choques financieros en sectores y países.

A continuación, analizamos primero estos hechos estilizados. Luego explicamos cómo puede ser su interacción en el origen de un número de acontecimientos recientes. Luego describimos la manera en que las evaluaciones de liquidez global y nacional ayudan a entender tales mecanismos a su debido tiempo, tanto a nivel global como a nivel nacional. Por último, describimos la manera en que la alta volatilidad de los mercados financieros globales, eventualmente exacerbados por la caída de la burbuja del precio de los activos, afecta el proceso de transmisión de choques económicos y presenta retos peculiares para la ejecución de la política monetaria.

1) Cuatro hechos estilizados de relevancia para el funcionamiento de los mercados financieros globales

a) La reducción desigual del sesgo local

La gráfica I muestra que en el período 1985-2004 la suma de pasivos y activos del exterior so-

bre el PIB en países industrializados y en los países emergentes y en proceso de desarrollo aumentó por un factor superior a 3 y 1.5, respectivamente.

El rápido aumento de los flujos de inversión transfronteriza impulsados por la liberalización de mercados financieros nacionales, en combinación con la disminución de los costos de comunicación y de la vibrante innovación financiera han contribuido en efecto a reducir el denominado sesgo local de inversionistas nacionales de las últimas dos décadas.

No obstante, a decir verdad, el proceso no ha sido homogéneo en los países, lo que ha llevado a una heterogeneidad aumentada de participantes en los mercados financieros internacionales. Por ejemplo en los Estados Unidos la diversificación de inversiones de residentes en activos del exterior alcanzó su pico a mediados de la década de los noventa.¹⁷ En el resto de los países industrializados y en aquellas economías emergentes más avanzadas que se abrieron a los mercados globales de capital el proceso empezó a principios de los noventa y alcanzó el punto máximo más o menos a principios de la nueva década cuando la corrección en el mercado bursátil estadounidense llevó a la reversión de los flujos financieros del resto del mundo hacia los Estados Unidos.¹⁸ Por lo tanto, es justo decir que desde mediados de los noventa el descenso en el sesgo local a nivel global se desaceleró en forma significativa.¹⁹

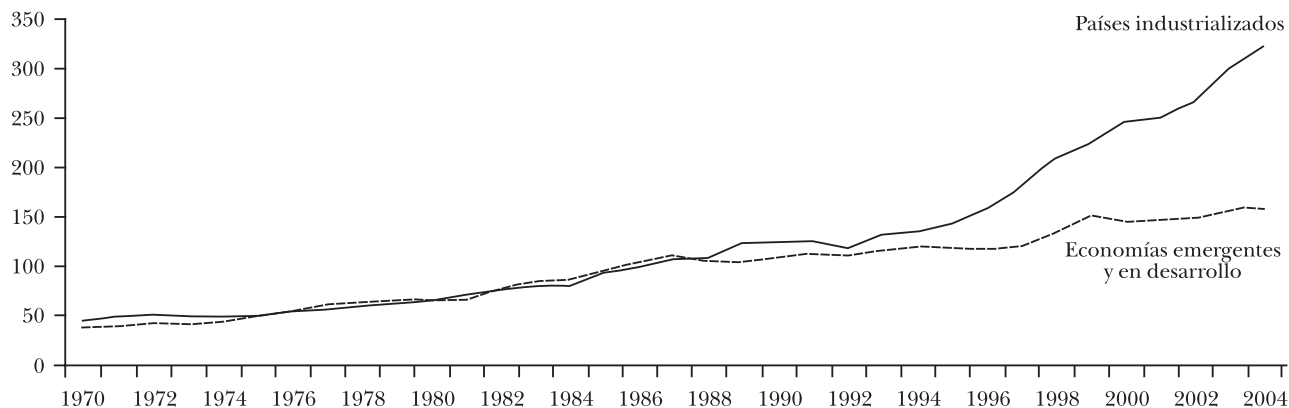
No obstante, importantes factores estructurales que justifican la persistencia de los flujos financieros de países emergentes y recién industrializados hacia países con mercados financieros más desarrollados y profundos permanecen. Primero, los inversionistas privados de países emergentes que no se benefician en su país natal de suficiente liquidez y mercados financieros seguros considerarían conveniente invertir sus fondos en activos del exterior con rendimientos menores, ya sea porque son menos riesgosos o porque tales activos no están disponibles en su país

¹⁷ Greenspan (2003).

¹⁸ En cuanto a la zona del euro, la introducción del euro fue un impulso mayor de diversificación para los inversionistas nacionales. De hecho, la eliminación del riesgo del tipo de cambio dentro de la zona estimuló la inversión extranjera en instrumentos de deuda en los países de la zona del euro. La inversión extranjera en acciones ha sido menos pronunciada dado que los mercados bursátiles nacionales continúan más bien segmentados.

¹⁹ Greenspan (2003).

GRÁFICA I



FUENTE: Lane y Milesi-Ferretti (2007).

de origen. Segundo, inversionistas oficiales, como aquellos bancos centrales asiáticos de países con tipo de cambio fijo entre su moneda y el dólar estadounidense también invertirían en activos financieros de países desarrollados –y no sólo en activos denominados en dólares– como resultado de tener suficientes reservas para garantizar la estabilidad de dichos tipos de cambio fijos. En particular, países con ahorros en exceso y mercados financieros todavía embrionarios han acumulado grandes cantidades de reservas oficiales, que necesariamente no son manejadas de la misma forma que los activos mantenidos por inversionistas privados. Así pues, el tamaño relativo de jugadores en los mercados financieros globales y su grado de aversión al riesgo se ha vuelto bastante heterogéneo, tal y como se muestra por el énfasis dado en los medios así como por la OCDE y el FMI a los fondos soberanos de inversión (FSI).

b) Transacciones financieras versus comerciales y de servicios

Otro hecho relacionado y estilizado referente a mercados globales es que en las economías desarrolladas, el tamaño de las transacciones financieras ha crecido mucho en comparación con el tamaño de las transacciones comerciales y de servicios.

Este es el resultado de la profundización continuada de los mercados financieros desarrollados y del inexorable proceso de innovación financiera, según lo manifestado por el crecimiento significativo del tamaño de sus mercados de derivados. Como consecuencia, el papel de los mercados financieros globales y sus vínculos con la transmisión de choques económicos, tanto a

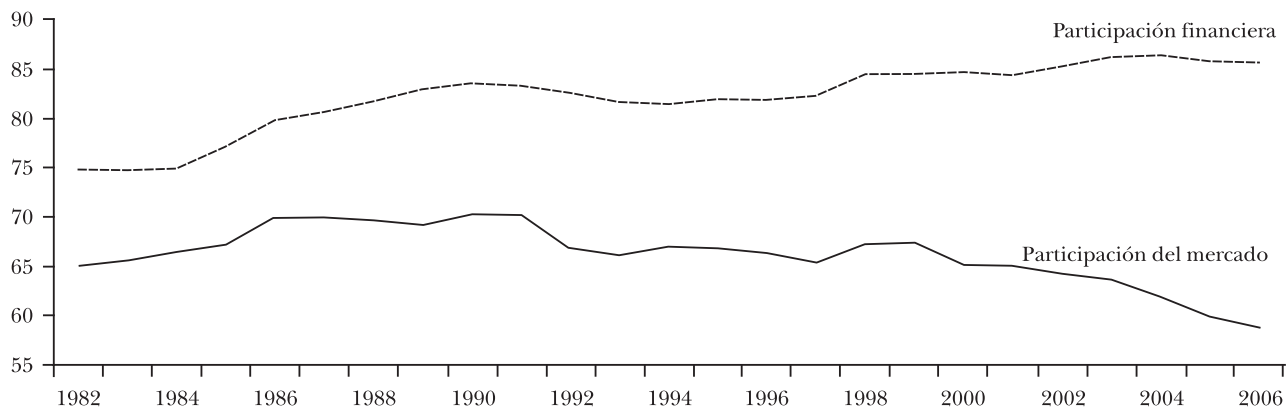
CUADRO 1. RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO Y MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Régimen de tipo de cambio	Marco de la política monetaria				
	Ancla de tipo de cambio	Metas monetarias	Metas de inflación	Apoyo del FMI	Otros
Otra moneda de curso legal	10(14)				
Régimen de convertibilidad	13(8)				
Otro tipo de cambio fijo, moneda única	63(21)	2			1
Otro tipo de cambio fijo	7(30)		2		
Tipo de cambio fijo en relación con una canasta de monedas	5(7)				
con bandas horizontales					
Ajuste gradual del tipo de cambio	6(13)	1			
Ajuste gradual de bandas	1(3)				
Flotación dirigida	48	17	9	7	15
Flotación independiente	35(42)	2	16		17
Fijo	105(96)				
Flotación	83(42)	19	25[7]		17

FUENTES: FMI (2007), Pétursson (2000, 2004).

NOTAS: Los números en el cuadro se refieren a abril del 2007, entre paréntesis a 1991 y entre paréntesis cuadrados a 1997.

GRÁFICA II



FUENTE: Lane y Milesi-Ferretti (2008).

nivel nacional como internacional, aumentó de forma sustancial en la última década e incluso movimientos de tipo de cambio entre monedas con mercados financieros profundos ahora pueden estar siendo conducidos más que en el pasado por el reacomodo de las carteras oficiales y privadas globales más que por las posiciones de cuenta corriente.²⁰

c) La difusión de la meta de inflación y tipos de cambio fijos en el contexto de la banca central

Desde mediados de los noventa la difusión de los regímenes de convertibilidad y de la técnica de metas de inflación en los bancos centrales ha sido rápida.

A inicios de los noventa, los regímenes de convertibilidad eran vistos como soluciones milagrosas para crear estabilidad monetaria a bajo costo en las economías emergentes. Por consiguiente, proliferaron los regímenes de convertibilidad con paridad fija respecto al dólar y al euro. No obstante, pronto resultó que a veces atraían ingresos de capital invertido en bienes raíces o en proyectos de baja productividad financiados en monedas extranjeras y por consiguiente creaban riesgos financieros en caso de una apreciación de dichas monedas.

Un número de bancos centrales en países desarrollados y emergentes adoptó entonces la meta de inflación con mucho éxito. Una mayoría de bancos centrales utiliza esta estrategia de política monetaria que es una práctica recomendada por el FMI. No obstante, hasta la fecha, tal meta de inflación se ha concentrado en la búsqueda de la estabilidad de precios en horizontes de dos

a tres años, sin atribuir demasiado peso a la necesidad de dar seguimiento y de quizás reaccionar a los acontecimientos en los precios de los activos.

Es por demás cierto que la difusión de las técnicas de metas de inflación coincidió con un debate sobre la necesidad de ir en contra de lo que dicen los fundamentos referente a la burbuja de precios de los activos que hasta mediados del 2007 se inclinó sobre todo en la dirección de la inacción con la influencia de la Reserva Federal y en particular de las opiniones de A. Greenspan. De hecho, se creyó que el desequilibrio en los precios de los activos era imposible de identificar en una etapa temprana, que cualquier acción del banco central fracasaría o sería dañina y al final generaría riesgo moral.

Sin embargo, tal y como demostró Christiano *et al.* (2008) en un contexto de economía cerrada, la misma aplicación de las metas de inflación en un contexto de una burbuja ascendente podría llevar a una posición de política que en verdad motive el crecimiento de las burbujas de precios de los activos.²¹ Tal y como una serie de observadores ha hecho notar, esto puede explicar el caso de que las burbujas de precios de los activos puedan haber aumentado en un contexto de baja inflación en donde los bancos centrales

²⁰ Brender y Pisani (2007).

²¹ La lógica del argumento se basa en la rigidez de los salarios nominales que no aumentan de forma suficiente para responder a un choque de productividad esperado como lo harían en caso de que los salarios fueran flexibles. Por lo tanto, el aumento necesario en el salario real sólo puede darse por medio de una disminución de la tasa de inflación. Pero esto podría llevar al banco central con meta de inflación a reducir las tasas de interés y a reforzar luego el efecto de estímulo que surge sobre el impacto, del aumento esperado en la productividad. Tal reducción de las tasas de interés podría desencadenar también un auge del crédito.

con metas de inflación no están dando seguimiento a la moneda y al crédito de forma suficiente.

d) Innovación financiera y la transferencia de riesgos

Por último, en los últimos veinte años la integración de los mercados financieros globales ha estado acompañada por el aumento del desarrollo y liberalización financieros. En teoría, la innovación financiera, al profundizar y completar los mercados financieros, apoya el crecimiento económico y mejora la asignación de ahorros. Las nuevas tecnologías de cómputo y procesamiento de la información han favorecido el ascenso de nuevos –y a menudo esotéricos– instrumentos financieros diseñados de forma explícita para desagrupar y reempacar los pagos y los riesgos asociados con productos financieros y valores primitivos, más convencionales. La gráfica III muestra el vertiginoso crecimiento, primero en los Estados Unidos y luego en la zona del euro de las emisiones de valores respaldados por un activo (ABS) y valores con respaldo hipotecario (MBS) en los últimos 10 años.²²

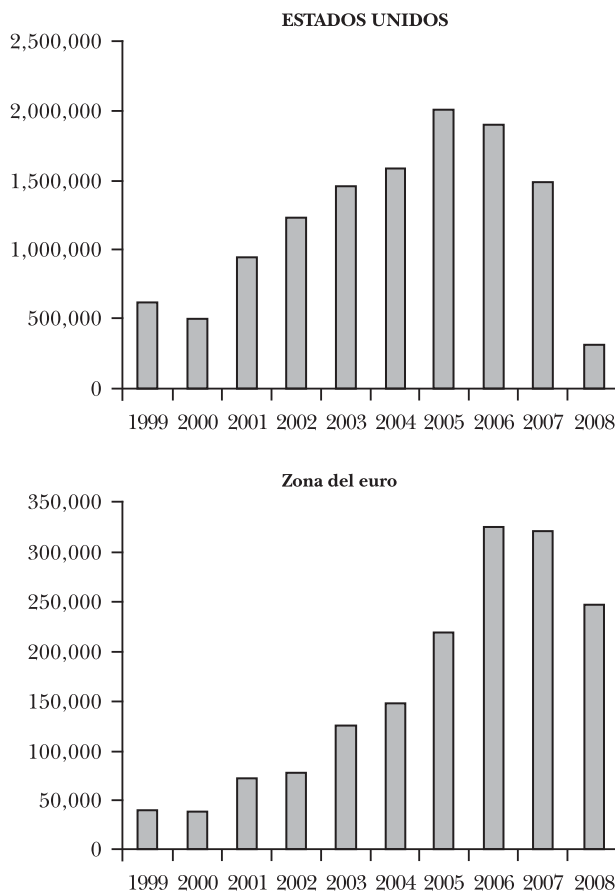
Esta tendencia –que al principio aspiraba a una mejor distribución del riesgo entre los ahorrantes– se amplió luego a las instituciones de préstamos en busca de rendimientos más altos. Esto condujo al crecimiento exponencial de productos derivados de crédito, como por ejemplo los cambios de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS) y obligaciones hipotecarias (CDO). La gráfica IV documenta el repentino y agudo aumento de las emisiones globales de los CDS y CDO de los últimos tres años. Se estima que su valor conceptual en la primera mitad del 2008 alcanzó los USD 54 billones.²³

Junto a muchos beneficios como una mejor forma para que los intermediarios diversifiquen el riesgo y así reduzcan los costos de transacción por invertir y ampliar el acceso al capital, estos

²² La gráfica se basa en un nuevo grupo de datos desarrollado en el Banco Central Europeo (ver Poloni y Reynaud, 2008). El *European Securitization Forum* (foro de titulización europeo), (ESF, 2008; cuadros 2.1 y 2.2, página 5) calcula en EUR 6.3 billones de los montos de deuda pendiente a finales del primer trimestre del 2008 del total de valores respaldados por activos (ABS) más valores respaldados por hipotecas (MBS) en los Estados Unidos. Hasta el mismo trimestre, el monto total pendiente en Europa era de EUR 1.2 billones. Los datos para la zona del euro no están disponibles.

²³ International Swap and Derivatives Association (2008). En la gráfica IV los datos para el 2008 son estimaciones calculadas en el 2006.

GRÁFICA III

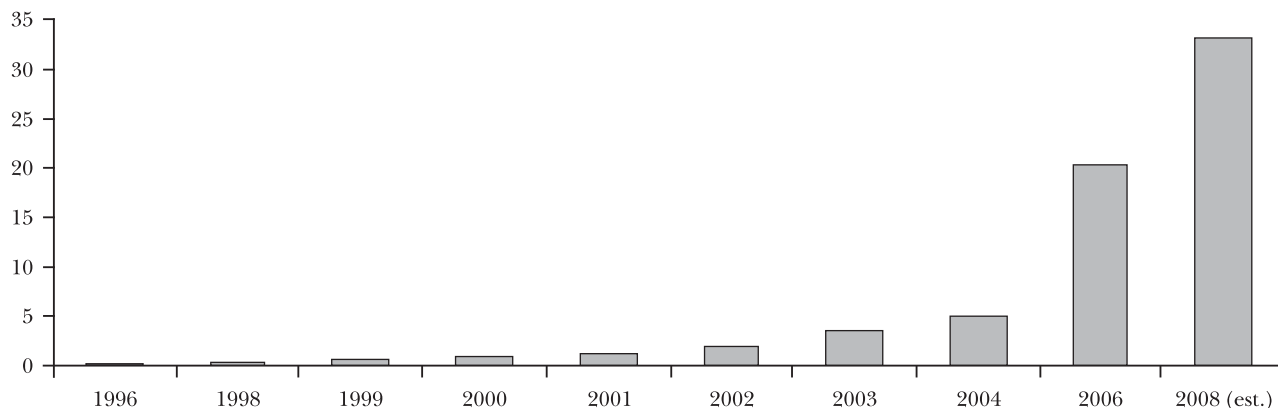


FUENTE: Poloni y Reynaud (2008).

desarrollos se complementan con dos efectos secundarios: un gran aumento en el apalancamiento y una expansión sin precedentes del mercado por instrumentos financieros.

El desplazamiento en el balance general de los bancos de las tenencias de formas relativamente ilíquidas de activos (como por ejemplo, préstamos hipotecarios) hacia un modelo empresarial por medio del cual los bancos dan origen a un préstamo subyacente que luego se vuelve negociable y negociado en el mercado abierto (el llamado modelo de origen y distribución) ha hecho más difícil derivar diferencias claras entre las categorías previamente distintas de los jugadores financieros. Nuevos inversionistas –en especial los fondos de cobertura– han surgido de la necesidad de los creadores de mercado por tipos de valores desconocidos con anterioridad. Pero tal vez lo más importante, el asignar riesgo de crédito para transferir entre agentes de diferentes países, autorizó además la transferencia descontrolada de riesgos de liquidez entre países y continentes.

GRÁFICA IV. MERCADO GLOBAL DE DERIVADOS DE CRÉDITO, 1996-2008 (en millones de USD)



FUENTE: British Bankers Association (2006).

2) ¿Cómo han interactuado estos cuatro factores en el pasado reciente?

Los cuatro factores estilizados antes examinados –y su interacción– suministran una clave posible para la interpretación tanto del aumento global de los intervenciones en mercados financieros y la historia reciente de tensiones económicas y financieras en países grandes.

a) La evidencia empírica acerca los intervenciones en los mercados financieros globales

La liberalización de flujos transfronterizos de capital y los vibrantes acontecimientos en mercados financieros innovadores de las dos últimas décadas combinados con la creciente legibilidad de las políticas monetarias con miras a la estabilidad de precios facilitaron y por consiguiente incrementaron los vínculos entre mercados financieros en el mundo, lo cual, generó por consiguiente, que el mecanismo de ajuste de las economías nacionales –y el mecanismo de transmisión de la política monetaria– estuviese más propenso a verse afectado por los acontecimientos en las economías externas. El simple tamaño de los flujos transfronterizos de capital global influye de hecho en los precios de los activos de cualquier economía al contribuir con la determinación tanto de la oferta como de la demanda y de las primas que los inversionistas requieren para tener ciertos activos.²⁴ Existe una floreciente literatura que respalda la opinión de que la transmisión de acontecimientos de mercados financieros en el mundo aumentó en años recientes. Los mercados nacionales reaccionan

²⁴ Bernanke (2007).

cada vez más a noticias económicas esperadas para cambiar la ruta de la política cambiaria en algún país centro, que a menudo se trata de los Estados Unidos.

Ehrmann *et al.* (2005)²⁵ destaca la importancia de derrames internacionales tanto dentro de las clases de activos como en mercados financieros. Aunque la transmisión internacional de choques más fuerte tiene lugar dentro de las clases de activos, ellos encontraron evidencia de que los derrames internacionales de mercado cruzado son significativos, tanto de forma estadística como económica. Por ejemplo, los choques a las tasas de interés a corto plazo en los Estados Unidos ejercen una influencia sustancial en los rendimientos de bonos y mercados de acciones de la zona del euro y, de hecho, en el período 1989-2004, explican hasta 10% de los movimientos globales del mercado de bonos de la zona del euro. Pero la transmisión de choques también corre en dirección opuesta dado que, en particular, las tasas de interés a corto plazo de la zona del euro tienen un impacto significativo en los mercados

²⁵ Los autores argumentan que los precios de activos del exterior explican una parte importante del comportamiento de los mercados financieros. En promedio, cerca de 26% de los movimientos en los activos financieros europeos es atribuible a eventos en los mercados financieros estadounidenses mientras que cerca de 8% de los cambios del mercado financiero estadounidense son provocados por los eventos europeos. La mayor importancia de los mercados estadounidenses se encuentra sobre todo en mercados accionarios; por ejemplo, los movimientos en los precios de capital estadounidense desencadenan el correspondiente cambio en la zona del euro, donde más de 50% de los eventos del mercado estadounidense se reflejan en los precios bursátiles de la zona del euro. Por contraste, las acciones europeas no tienen un impacto significativo en sus contrapartes estadounidenses.

de acciones y bonos estadounidenses. Además de esto, muestran que, en la mayoría de los casos, la transmisión directa de choques financieros dentro de clases de activos se magnifica en forma sustancial, sobre todo en más de 50%, a través de derrames indirectos por medio de otros precios de activos. En una contribución más reciente, Ehrman y Fratscher (2006) se centran en el vínculo entre la política monetaria estadounidense y el mercado bursátil en países del exterior y muestran que los choques de la política monetaria estadounidense tienen efectos significativos y, en algunos casos considerables, en los precios de valores externos. Por otra parte, brindan evidencia de apoyo al hecho de que los choques de la política monetaria estadounidense afectan los mercados bursátiles del exterior por medio de los tipos de interés a corto plazo y los cambios en el tipo de cambio. Finalmente, muestran que la sensibilidad a los choques de la política monetaria estadounidense es mayor en aquellos países que están más integrados a nivel global –y no sólo con los Estados Unidos– en términos reales y financieros. Este último resultado sugiere que las condiciones financieras nacionales en cualquier país no dependen de las condiciones financieras del mercado estadounidense, que es el más desarrollado y líquido del mundo, sino también de una especie de efectos de segunda ronda debido a la compleja red que constituye los vínculos reales y financieros globales.²⁶

b) Los factores estilizados también ayudan a explicar las recientes tensiones financieras a nivel global

Los cuatro factores estilizados antes mencionados pueden ayudar a explicar algunos de los acontecimientos económicos recientes que han ocurrido tanto en países individuales como a nivel global. Primero, tal y como se explicó antes, la reducción del sesgo local en principio implica que los inversionistas nacionales son capaces de reducir el riesgo de su cartera sin dar marcha atrás en lo que se refiere a los rendimientos

²⁶ En una contribución más reciente, Bayoumi y Swinston (2007) analizan la transmisión de movimientos entre los rendimientos reales de bonos y las expectativas de inflación en una serie de países. Con base en datos de alta frecuencia de bonos indexados por inflación ellos descubrieron que la causalidad en los rendimientos reales de bonos va de forma inequívoca de Estados Unidos a otros países del panel. El efecto derrame en las expectativas de inflación parece ser menos importante y la dirección de la causalidad es menos clara.

esperados.²⁷ Por lo tanto, la propagación de choques que golpean la economía dentro del sistema financiero tendrá tal vez menos complicaciones que las que tendría en el caso de menor diversificación por país. Asimismo, la estabilidad del sistema financiero mismo es en principio mayor cuando ocurren choques financieros o cuando la actitud de riesgo entre los inversionistas cambia. No obstante, muchos elementos pueden también hacer volátiles los beneficios de su reducción y generar costos en realidad. Primero, se deberán contrastar dichos beneficios con el costo de las burbujas especulativas que son inherentes al funcionamiento de los mercados de capital. Un ejemplo claro es el estallido de la burbuja del 2001 en el mercado bursátil estadounidense, que coincidió con una desaceleración del crecimiento en muchos países. Otro es la crisis asiática de 1998 que no sólo afectó los mercados bursátiles regionales sino también los mercados de tipo de cambio, deuda y bonos locales. El tamaño de sus costos para las economías locales hizo que un número de países afectados en la región cambiara a políticas económicas y financieras tendientes a acumular reservas de divisas sustanciales. En lo que se refiere a la actual turbulencia financiera, que empezó como una crisis localizada de bienes raíces, afecta a los Estados Unidos, la zona del euro y a otros países europeos como resultado de las recientes técnicas desarrolladas de transferencia de riesgo no sólo por medio de la dinámica de sus respectivos tipos de cambio sino también por medio de sus impactos en los mercados bursátiles y bonos de fondos en ambas áreas económicas.

Segundo, la importancia creciente de las transacciones financieras internacionales de los últimos 25 años puede significar que el comportamiento de los inversionistas y las reestructuraciones de la cartera podrían afectar los mercados de activos y cambiarios de forma novedosa. En vez de reflejar las bases y sus prospectos, los mercados globales de activos y de moneda extranjera pueden en algunas instancias ser menos volátiles de lo esperado en períodos extendidos y, después de eso, evolucionar en una forma desordenada.

²⁷ La contribución fundamental es Markowitz (1952) que muestra como la variación de una cartera con el mismo rendimiento promedio disminuye cuando la correlación de los activos que componen la cartera disminuye. Grubel (1968) y Solnik (1974) son los primeros artículos que ilustran la forma en que la inversión en activos del exterior representa una posible estrategia de diversificación que realmente reduce la variación de una cartera.

Esto implica que varios regímenes de volatilidad en mercados cambiarios y financieros pueden prevalecer en forma sucesiva. La gráfica V muestra la desviación estándar de los precios de divisas y de activos en mercados seleccionados.²⁸ En ambos casos, los mercados bursátiles estadounidenses y de la zona del euro, la evidencia de que un cambio de régimen ocurrió a mediados de la década de los ochenta es bastante incuestionable. Lo mismo es cierto en los mercados USD/EUR y USD/JPY, aunque la magnitud del cambio es menos considerable. Además, la escala de las gráficas de los mercados cambiarios oculta el hecho de que, en los últimos 15 años, la volatilidad del tipo de cambio del USD/JPY es, en promedio, hasta 10 veces la volatilidad del tipo de cambio USD/EUR.

De hecho si los tipos de cambio están menos impulsados por los déficit o superávit de cuenta actuales y más por los flujos de capital y los acontecimientos financieros, la definición de sus niveles de equilibrio se vuelve menos precisa. En particular, los regímenes de tipo de cambio y los mercados financieros de baja volatilidad, y los regímenes de alta volatilidad pueden ser a la vez más durables y alternar más rápido. Por otra parte, la baja volatilidad del tipo de cambio parece estimular más la reducción del sesgo local (BCE 2006) y por lo tanto la aparente desconexión entre las bases tradicionales y los tipos de cambio, prolongar períodos de volatilidad baja. El período comprendido entre 2004-2007 ofreció un ejemplo de dicho régimen entre bastantes divisas con baja volatilidad de tipos de cambio vigentes a pesar de los fuertes desequilibrios de cuenta corriente, incluso en casos de movimientos de tipo de cambio importantes y sobre todo sin base (EUR/JPY). Al mismo tiempo, se dan cambios a regímenes de alta volatilidad siempre que los acontecimientos financieros inesperados conduzcan a inestabilidad financiera. Los períodos entre la caída de la bolsa de valores estadounidense y el 2004 y también los acontecimientos desde finales del 2007 son ejemplo de lo anterior.

Tercero, burbujas especulativas y fuertes flujos financieros acompañados de baja volatilidad del tipo de cambio pueden desarrollar, ampliar y provocar importantes desequilibrios de cuenta corriente –o desbalances globales– más persistentes de lo que se espera con normalidad. El ejemplo de los Estados Unidos es bien conocido.

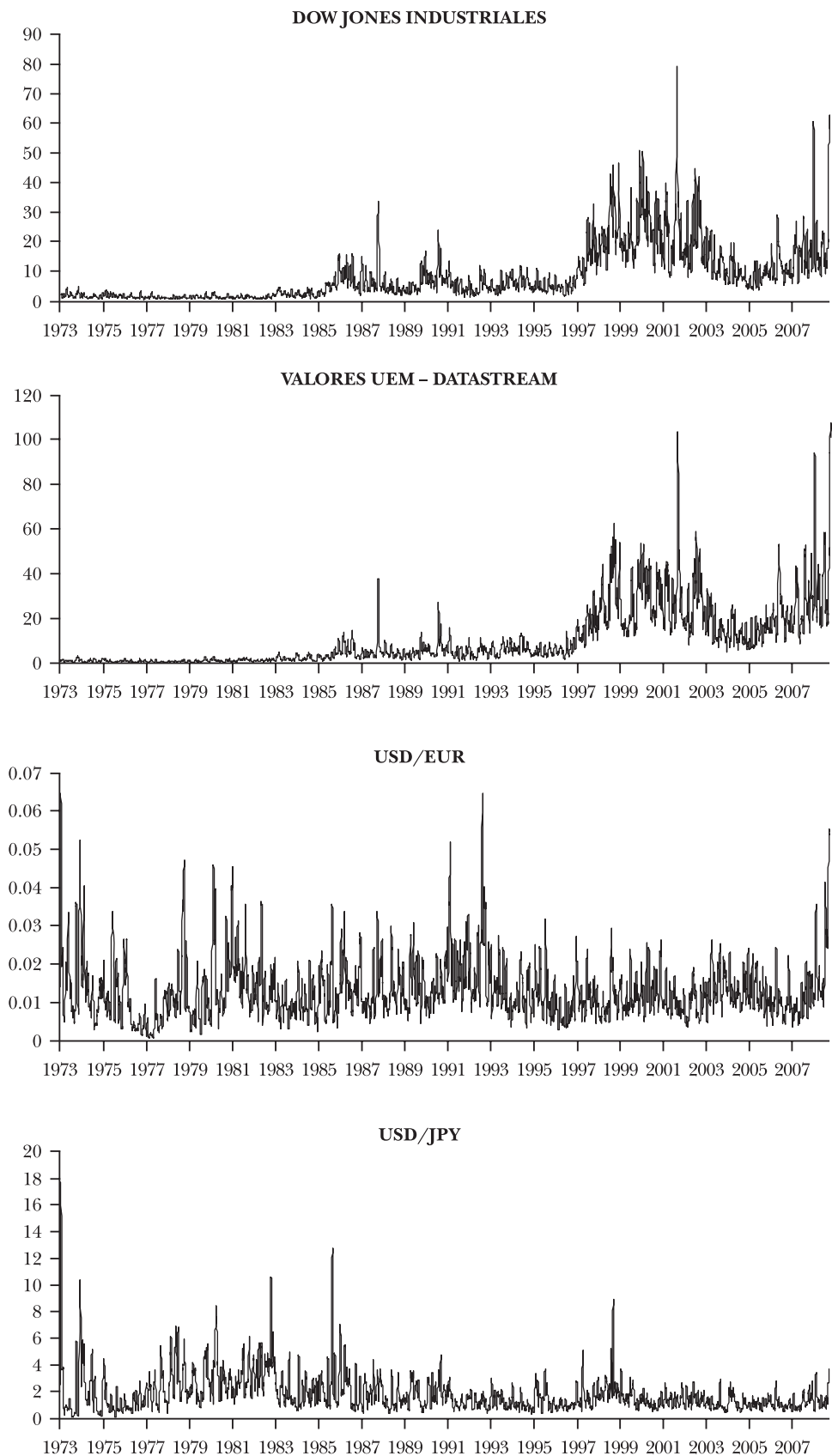
²⁸ La desviación estándar en las gráficas es contabilizada en una ventana móvil a 30 días.

La baja volatilidad del tipo de cambio combinada con el deseo de gobiernos extranjeros en Asia y en la OPEC de invertir sus reservas en dólares condujo a una curva de rendimiento en extremo baja, sobre todo en su segmento largo. Esto ha permitido un fácil financiamiento de una expansión de bienes raíces, lo que a su vez conduce a un aumento en el acervo de las familias estadounidense que propició el crecimiento del consumo privado y el apalancamiento de las familias a costa de una reducción continua de los ahorros.

Estos acontecimientos no son diferentes en sus características fundamentales de lo que ya sucedió en la segunda mitad de los noventa cuando la burbuja de la alta tecnología en los EUA fue financiada de forma sustancial por flujos especulativos de inversión que se originaron en Europa, en donde las instituciones financieras y los inversionistas privados usaron las oportunidades de tasas de interés bajas para hacer préstamos en euros e invertir en el sector tecnológico del mercado bursátil estadounidense. En otras palabras, el tema de desequilibrios globales aparece como el resultado de una situación con las siguientes características: la combinación de países con ahorros en exceso y un país con pocos ahorros pero un centro financiero atractivo que conlleva al desarrollo de un movimiento de precios de los activos. Este último toma en consideración un aumento del acervo de los consumidores, que a su vez justifica y perpetúa los ahorros más bajos – y el creciente apalancamiento– del país de bajos ahorros.

Cuarto, aquellos países que experimentan baja inflación y baja volatilidad del tipo de cambio tienen también más posibilidad de originar flujos de capital que pueden, a la postre, alimentar una burbuja del precio de los activos en el país de destino. Como ejemplo, la burbuja del mercado bursátil estadounidense que se desarrolló en la segunda mitad de los noventa fue financiada en parte cerca de su punto más alto por inversionistas basados en Europa, inversionistas que fueron guiados por la expectativa de un período prolongado de crecimiento de la productividad en los EUA. En ese entonces, la depreciación continua del euro contra el dólar proporcionó más incentivos para que el capital circulara de Europa a los EUA. Por otra parte, las tasas de interés en la zona del euro eran bajas y los acontecimientos de inflación moderados y sin dificultades mientras que las tasas de interés estadounidenses eran un poco más altas a pesar de los acontecimientos de precios controlados. Los

GRÁFICA V. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS DE VALORES ESTADOUNIDENSE Y DE LA ZONA DEL EURO, Y DE LOS TIPOS DE CAMBIO USD/EUR Y USD/JPY (AL 31 DE ENERO), 1973-2007



FUENTE: Financial Thompson Datastream y cálculos de los autores.

períodos de baja volatilidad de la inflación pueden además facilitar grandes movimientos de capital por medio de los denominados carry trades, que a la postre podían llevar a grandes desviaciones de los tipos de cambio de equilibrio. Un ejemplo reciente y muy discutido es el carry trade organizado por inversionistas financieros globales al pedir prestado en yenes japoneses e invertir las medidas en muchos otros países que estaban, ya sea con una estrategia exitosa de metas de inflación, o con un régimen de convertibilidad o un vínculo a una moneda importante. Una vez más, el ambiente de baja inflación y tasas de interés en Japón –y la expectativa de su durabilidad– fomentaron importantes salidas de capital de Japón hacia mercados con alto rendimiento hasta la explosión de la crisis financiera en junio del 2007 y el consiguiente aumento de la volatilidad de los precios de los activos. La aparente rentabilidad duradera de cada una de las actividades de carry trade combinada con una depreciación sustentada del Yen en períodos extendidos, fue una fuente de interrogación que solo paró cuando surgió la crisis financiera y revirtió la depreciación del yen.

Estos eventos sugieren que el éxito inicial de la política monetaria o de los regímenes de tipo de cambio como metas de inflación y fijación de monedas pudo haber contribuido al desarrollo de importantes flujos de capital de un país a otro. Por ejemplo, la propagación de estrategias de metas de inflación entre bancos centrales, tanto en economías desarrolladas como en desarrollo, pudo haber aumentado la reciente intensidad de los carry trades. De hecho si la meta de inflación de un banco central en un país con bajas tasas de interés no se apoya en la creación de crédito en exceso, la liquidez correspondiente, si no que se utiliza para financiar activos locales, puede financiar carry trades hacia otros países con inflación más alta con rendimientos esperados más altos. Esto puede reflejar mercados financieros subdesarrollados o la falta de equilibrar oportunidades de inversión en el país fuente. Si el país receptor es un batallador de inflación creíble, su tipo de cambio bilateral tenderá a subir debido a que las entradas de capital aumentarán los precios de sus activos. Como resultado, los efectos del acervo aumentarán el crecimiento del consumo mientras que la inflación permanecerá atenuada, al menos por algún tiempo. En tales casos, los inversionistas del país de origen verían su expectativa de mayores rendimientos validada y podrían motivarse a

continuar con su vertido de capital en activos de alto rendimiento. Esta es la historia que uno podría contar sobre los acontecimientos observados del 2005 hasta mediados del 2007 entre el yen y el dólar australiano y neozelandés –sí como de muchas monedas de Europa Oriental–²⁹ pero esto también caracteriza la dinámica del tipo de cambio EUR/USD entre 1999 y el 2001.

Para concluir, episodios de crisis financieras pasadas y más recientes muestran un elemento común: el estallido de la burbuja de precios de los activos desglosa las expectativas optimistas y auto gratificantes de los inversionistas y los flujos de capital se desenredan. Es en este momento en que muchos factores, que incluyen la naturaleza de los inversionistas verdaderos –es decir: hogares, instituciones financieras, fondos de pensión y fondos fiduciarios– o las posiciones tomadas por operadores en mercados derivados para cubrir y transferir riesgos afectan la manera en que la reversión de ingresos de capital impacta los acontecimientos económicos y la transmisión de la política monetaria tanto en el país receptor de los flujos de capital como en el de origen. Como es aparente en la reciente agitación financiera, la incertidumbre sobre la identidad de los agentes económicos que participan en la distribución del riesgo puede también crear un riesgo de liquidez en muchos mercados. Así pues, es cada vez más probable que las burbujas de precios de los activos tengan un impacto internacional y hagan que cada vez sea más difícil evaluar en tiempo real la ubicación de tal impacto. En dichas circunstancias el tiempo necesario para identificar tales riesgos puede ser parte de la dinámica de la crisis en sí.

Sin embargo, la explosión de una burbuja puede no ser el fin de la historia, debido a que la forma en que las autoridades fiscales y monetarias manejan dicha explosión puede dar lugar a otras burbujas. En el caso estadounidense, la decisión de mantener las tasas de interés bajas por un largo período después del 2001 puede haber motivado la posterior burbuja de bienes raíces. En el caso japonés, se puede argumentar que una vez que se repararon los balances generales de los bancos, la falta de suficientes medidas para acortar el creciente tamaño de la deuda pública convenció a los agentes japoneses privados de buscar rendimientos más altos en el extranjero.

²⁹ Para una revisión exhaustiva de episodios recientes y pasados de *carry trade* donde se involucra el yen, ver Winters (2008).

En efecto, sus ahorros sustanciales pueden haber estado acompañados por una renuencia a invertir en un país en donde la perspectiva de aumento de las tasas impositivas es una consecuencia natural del nivel de la deuda pública. Esto conlleva también a retrasos en el aumento de las tasas de interés por parte de un banco central que se concentra en pronósticos de inflación bajos, lo cual estimula y facilita así el desarrollo de carry trades.

3) *La globalización y su reflexión mediante agregados monetarios*

En general, es necesario entender no sólo la transmisión más rápida de choques entre clases de activos y países, sino también la dinámica de acontecimientos de los precios de los activos, de los flujos asociados de capital y movimientos de expansión y contracción para poder explicar el impacto financiero y monetario de la globalización, con los desequilibrios globales incluidos. Esto implica que más allá de los acontecimientos reales de la economía descritos en las secciones II y III, ahora es necesario que se tomen en cuenta las evaluaciones de política monetaria implicadas por la interacción de los cuatro factores estilizados mencionados con anterioridad. Esto se facilitó en cierta forma al recurrir al concepto de liquidez global. No obstante, otro enfoque útil es desarrollar el análisis de agregados monetarios y flujos financieros para completar el análisis económico usual. Dicha consideración ayuda además a tomar en cuenta los fenómenos específicos que están bajo los sucesivos acontecimientos de actitudes de toma de riesgos y aversión al riesgo entre los agentes económicos.

a) La liquidez global puede ayudar a reflejar el impacto de los choques originados en el exterior

La globalización de mercados financieros aumenta la importancia de acontecimientos del exterior en el mecanismo de transmisión de la política monetaria nacional. En los tres años anteriores a agosto del 2007, la composición de los flujos de capital transfronterizos cambió de forma considerable de inversiones directas del exterior y capital a más activos líquidos, y así crear un monto considerable de liquidez global que se puede movilizar de forma bastante libre entre los mercados financieros.³⁰ Por lo tanto,

³⁰ De manera coincidente, en el mismo período la corre-

lación diaria entre cambios en las tasas de los *swap* a diez años en los Estados Unidos y Alemania aumentó a 0.65 de menos de 0.2 en el período 1990-2003, ver Bernanke (2007). La misma imagen emerge de las correlaciones entre pares de tasas de interés con otros países del G7.

uno de los temas más debatidos por ahora a nivel de los bancos centrales mundiales es la implicación de liquidez global para la conducción de la política monetaria. La investigación llevada a cabo en el BCE³¹ parece sugerir que el exceso de liquidez global afecta las condiciones económicas en la zona del euro de una forma que concuerda con las predicciones teóricas, es decir una expansión (contracción) del exceso de liquidez global aumenta (reduce) las presiones inflacionarias en la zona del euro. Además de esto, esta investigación muestra asimismo que las condiciones nacionales de liquidez son importantes indicadores para presiones inflacionarias en las otras economías del G7. Por lo tanto, al combinar estos resultados, se podría argumentar que la investigación respalda el argumento de que la inflación nacional de la zona del euro se ve afectada por la inflación global.

Esto es un resultado que otros autores obtienen³² en diferentes contextos y de esa manera parece ser más consistente para modelado y diferencias metodológicas. Sin embargo, la inflación nacional siempre permanece en el último análisis como un fenómeno controlable por la política monetaria nacional tal y como se explica en la siguiente sección. Por lo tanto, a pesar de que es útil evaluar los riesgos inflacionarios globales, queda poco claro cuándo y cómo se puede utilizar tal información en el contexto de evaluaciones monetarias nacionales.

Otro canal global de transmisión de condiciones de liquidez a inflación implica rebasar los precios de los productos luego de una expansión del suministro de dinero. Browne y Cronin (2007) usan un modelo VAR cointegrado con datos estadounidenses para mostrar que, a pesar de que, tanto los precios al consumidor como de los productos son proporcionales al suministro de dinero a largo plazo, al principio los precios de los productos exceden sus valores de equilibrio en respuesta a un choque del suministro de dinero y la desviación de precios de los productos de sus valores de equilibrio tiene poder explicativo para posteriores cambios de inflación en el precio del consumidor. No obstante, este enfoque

³¹ Ruffer y Stracca (2006),

³² Ciccarelli y Mojon (2005).

no toma en cuenta el suministro de dinero de otros países aparte de los EUA o asume que tales suministros estarán muy relacionados con los datos estadounidenses, lo cual puede ser cierto para algunos períodos pero no para otros.

Además, el concepto de liquidez global, a pesar de ser útil a nivel global, no refleja las tensiones generadas por flujos transfronterizos que el concepto interioriza. Si puede ser útil para entender tendencias globales, pero quizás el complementar la noción de períodos globales de poca actividad, referentes a precios de productos por ejemplo, no ayuda a identificar los papeles individuales de las políticas monetarias nacionales o regionales. No obstante, esta creciente importancia de flujos de capital crea dificultades prácticas para los banqueros centrales, ya sea porque estos sólo tienen metas de inflación o porque estén interesados en análisis monetarios o flujos financieros. En el primer caso, tal y como se expuso antes, la inclusión de precios de los activos, sectores financieros y flujos de capital, en modelos de la economía sería muy deseable pero aún no es tan fácil de lograr. En el caso de los banqueros centrales que están también interesados en análisis monetario o de flujos financieros, los flujos de capital internacional tienden a establecer el vínculo entre dinero y precios inestables de corto a mediano plazo, con lo cual la interpretación directa de agregados monetarios se hace más difícil aunque más prometedora.

b) El papel del análisis monetario para identificar el impacto de los flujos de capital en la estabilidad de precios y precios de los activos

Los agregados monetarios y sus contrapartes a nivel nacional o regional, según reflejen flujos de capital internacional, se pueden utilizar también para generar información esencial acerca de su impacto y acerca de los riesgos que crean para la evolución de precios de los activos. El análisis de agregados monetarios y sus contrapartes, como por ejemplo los préstamos al sector privado y activos externos netos, permite al banco central no sólo evaluar riesgos inflacionarios de mediano a largo plazo al corregir agregados monetarios de cambios estimados de la cartera, sino también para formar escenarios sobre el posible uso de la correspondiente liquidez. La identificación de tendencias subyacentes combinada con la estimación del posible impacto de los diversos escenarios referentes a flujos de capital en la economía nacional permite medir de mejor manera la

evolución de los precios y de los riesgos asociados. De ese modo, son útiles para que las autoridades monetarias apoyen un enfoque de gestión de riesgo para la estabilidad de los precios.

En este contexto, se ha propuesto un enfoque directo para tomar en cuenta, de manera simultánea, movimientos del precio de los activos y presiones inflacionarias. Tal y como demuestran De Santis *et al.* (2008), los precios de los activos en los Estados Unidos y la zona del euro interactúan con dinero en la zona del euro e influyen en la relación entre inflación y agregados monetarios.³³ En particular, la interacción de la q de Tobin en las dos áreas refleja bien el estado de los flujos financieros observados en el balance de pagos de la zona del euro. Tal inclusión de precios de los activos dentro de las funciones de demanda monetaria explica y se encarga de la inestabilidad de las ecuaciones tradicionales de demanda monetaria aparente después del 2001 en la zona del euro. Muestra además la corrección de agregados monetarios por parte del personal de BCE para medir la tendencia subyacente de demanda monetaria y justifica los llamados cambios de cartera. Demuestra que el dinero y los precios de los activos en la zona del euro y los EUA interactúan. Por lo tanto, los agregados monetarios tienen el potencial de ayudar a indicar los riesgos creados por los acontecimientos del precio de los activos inducidos por flujos de capital.

Por ejemplo, el banco central tenderá a interpretar el crecimiento moderado, tanto de dinero como de crédito, como una señal de que es probable que el crecimiento monetario sea conducido por la demanda monetaria nacional, y plantear de ese modo menos riesgos para la estabilidad de los precios. Además, si el crecimiento monetario es bajo pero la dinámica del crédito es más fuerte, es posible que los activos externos netos de Instituciones Financieras y no Monetarias (IFM) crezcan y que la economía nacional financie inversión en el exterior. En estas circunstancias, el banco central puede tener que formar opinión sobre los posibles acontecimientos de las economías en donde se dirigen los flujos de capital nacional. En caso de que visualice la dinámica de inversión del exterior como guiada

³³ La elección del régimen de política en un país, de esa manera, a pesar de que en apariencia es justificable como orientado a la estabilidad, solo transfiere de hecho posibles desequilibrios al extranjero a través del canal financiero y amenaza la estabilidad del sistema financiero del país receptor.

por una burbuja del precio de los activos, puede advertir a los inversionistas y comunicar sus inquietudes. Al mismo tiempo, aquellas salidas de capital pueden señalar un desequilibrio fundamental que puede descansar, por ejemplo, en la política fiscal nacional que se espera limite la evolución de la inflación o el nivel de productividad nacional y, por consiguiente, en el valor externo de la moneda nacional.

En otras circunstancias, se trata de dinero que crece rápido mientras que las dinámicas de crédito están dominadas. En este caso, el crecimiento monetario es guiado por la repatriación de inversiones del exterior, cuyos ingresos son depositados en instituciones financieras locales y cuyo resultado es un aumento del dinero nacional. En general estos flujos de repatriación no representan riesgos importantes para la estabilidad de precios puesto que representan reasignación de la cartera del acervo y es poco probable que se traduzcan en exceso de demanda. Sin embargo, el banco central deberá seguir los acontecimientos del crédito, dado que el aumento de liquidez nacional puede hacer que las instituciones financieras relajen las condiciones de crédito y en algún momento desencadenen un exceso de préstamos insostenible.

No obstante, la combinación más complicada puede ser aquella en la cual tanto el dinero como el crédito crecen de forma rápida. En tal caso, los flujos de capital no importan tanto. El banco central debe de poder evaluar si estos acontecimientos se deben a factores fundamentales como un aumento más o menos sustentable del crecimiento de la productividad o, por ejemplo, un choque positivo en los precios de bienes raíces. En el primer caso, un mayor crecimiento del crédito puede ser compatible con un mayor deseo de las familias por emparejar su ingreso con el tiempo. Hoy en día, al pedir más dinero prestado, las familias aumentan el perfil total de su trayectoria de consumo y están en capacidad de hacerlo así puesto que su ingreso real esperado es más alto debido al aumento del crecimiento de productividad. En el segundo caso, el crecimiento del crédito puede estar guiado por el aumento del acervo de los hogares, que es luego exacerbado por las características de un sistema financiero nacional que permite a las familias aumentar su apalancamiento de manera significativa. En tales circunstancias, es necesario que los bancos centrales profundicen en posibles escenarios y tomen en cuenta el mecanismo completo de transmisión, con el propósito de evaluar

como corresponde la naturaleza del choque que es la base de la dinámica del crédito y del dinero y además los riesgos eventuales para la estabilidad de precios que tales choques pudieran crear.

Sin embargo, lo que se hace con poca frecuencia debido al uso del análisis monetario a nivel nacional más que a nivel internacional es utilizarlo para entender mejor y para tal vez identificar el impacto de las políticas nacionales al iniciar flujos de capital transfronterizos que conducen a movimientos del precio de los activos en el exterior y que afectan la liquidez global. En efecto, el estallido de una burbuja del precio de los activos en un país como Japón puede tener consecuencias globales si la lucha de sus autoridades monetarias contra posteriores tendencias deflacionarias en lo sucesivo lleva a una facilitación duradera de los carry trades hacia otras zonas. En particular, el deterioro de su posición fiscal, si es duradero, puede verse como si suministrara una garantía de que las tasas de interés permanecerán bajas por un período prolongado y motivar salidas de un exceso de liquidez creadas para luchar contra la deflación. Esto motiva entradas en economías que ofrecen tasas de interés más altas, por ejemplo si su vínculo a otra moneda más importante garantiza tasas altas con limitado riesgo del cambio en un período de baja volatilidad global. De manera similar, el estallido de la burbuja de la alta tecnología en los EUA llevó a importantes entradas de capital en la zona del euro y al acaparamiento de dinero, con lo que se explican las sustanciales tasas de crecimiento de los agregados monetarios sin las correspondientes presiones de precio.

c) El surgimiento de nuevos productos financieros de mercado y de jugadores y el canal de comportamiento o de toma de riesgo de la política monetaria

El surgimiento de nuevas categorías de inversionistas e intermediarios financieros, cuyo comportamiento e incentivos³⁴ pueden ser bastante diferentes de los de las categorías tradicionales de los jugadores del mercado –como los bancos–, modificó la manera en que se propagan los choques en los mercados financieros y en la que los impulsos de la política monetaria son transmitidos al resto de la economía. Con la generalización del uso de derivados de crédito, en razón de su estatus fuera del balance general es también cierto que, a veces, la propagación

³⁴ Rajan (2006).

internacional de sus efectos se hace difícil de seguir.

Ante todo, la proliferación de intermediarios financieros cuyo principal valor agregado está en titularizar y hacer activos líquidos –es decir, negociables en el mercado– hasta hace pocos años hubieran sido muy ilíquidos y permanecido en el balance general de los creadores, lo cual aumentó la capacidad del sistema financiero de multiplicar liquidez. Sin duda, esto en ningún caso es un hecho problemático *per se*, sino más bien un resultado deseable que la estabilidad macroeconómica –que tiene que atribuirse sobre todo a la calidad aumentada de la política monetaria y fiscal en muchos países en los últimos 25 años– se supone debe proporcionar. En un ambiente macroeconómico estable, que es mucho menos riesgoso y más amigable con el comercio que lo que acostumbraba ser en un pasado no tan distante, las ganancias esperadas más altas –y menores riesgos alrededor de esas expectativas de ganancia– deben de inducir a mayores tomas de riesgo y baja volatilidad a corto plazo para estimular la creación de liquidez de mercado por parte de las instituciones financieras. La gráfica VI se basa en los datos del balance general tanto del sector financiero estadounidense como del no financiero para demostrar como ambos sectores de la economía estadounidense manejan sus propios balances generales³⁵ en forma activa. Los agentes y corredores de valores –que incluyen a los, una vez bien conocidos bancos de inversión estadounidenses–, tienden, en particular, a crear liquidez durante periodos de apogeo del precio de los activos y a reducir liquidez durante periodos de disminución de los precios de los activos. Dicho comportamiento tiende a impartir dinámicas burbujeantes en los precios de los activos, con lo cual su propio colapso se alimenta de ese modo. Los efectos beneficiosos de hacer líquidos activos específicos, como préstamos hipotecarios, se vuelven escleróticos una vez que la dinámica insostenible en el precio de los activos subyacentes –que en este caso se trata de los precios de las viviendas– se revierte, las instituciones financieras se involucran en un desapalancamiento masivo y provocan una reducción de la liquidez

³⁵ Es decir que el apalancamiento es procíclico. Cuando aumentan los precios de los activos, el capital social de la firma aumenta, y por ende su apalancamiento se reduce, lo que se define como el coeficiente de activos sobre capital. Si las empresas tienden a centrarse en un coeficiente de apalancamiento constante, o incluso creciente, deben de asumir nuevas deudas y adquirir nuevos activos.

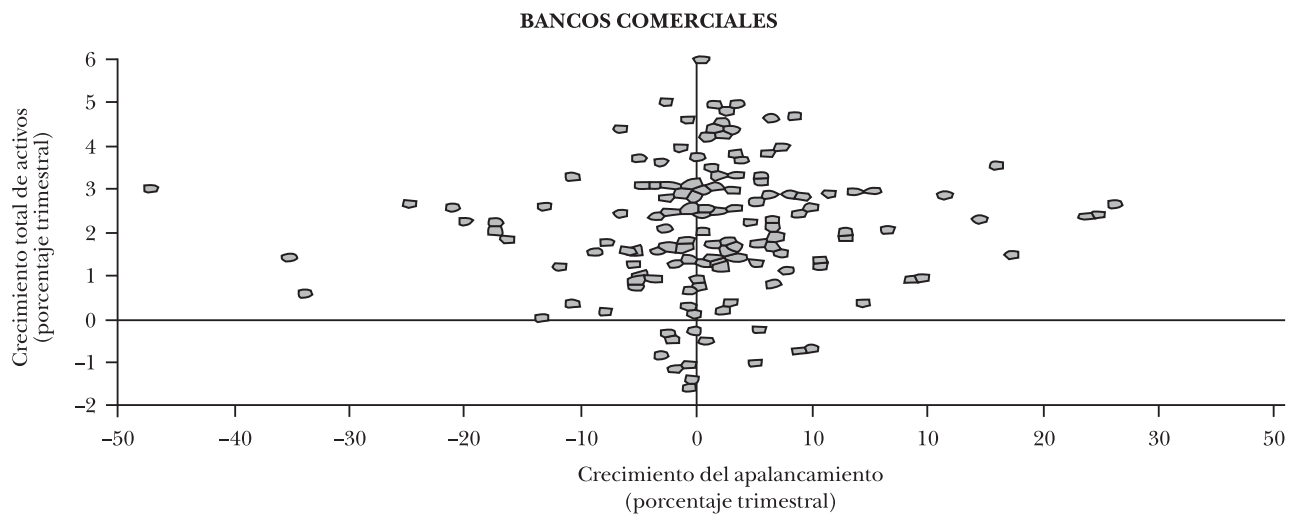
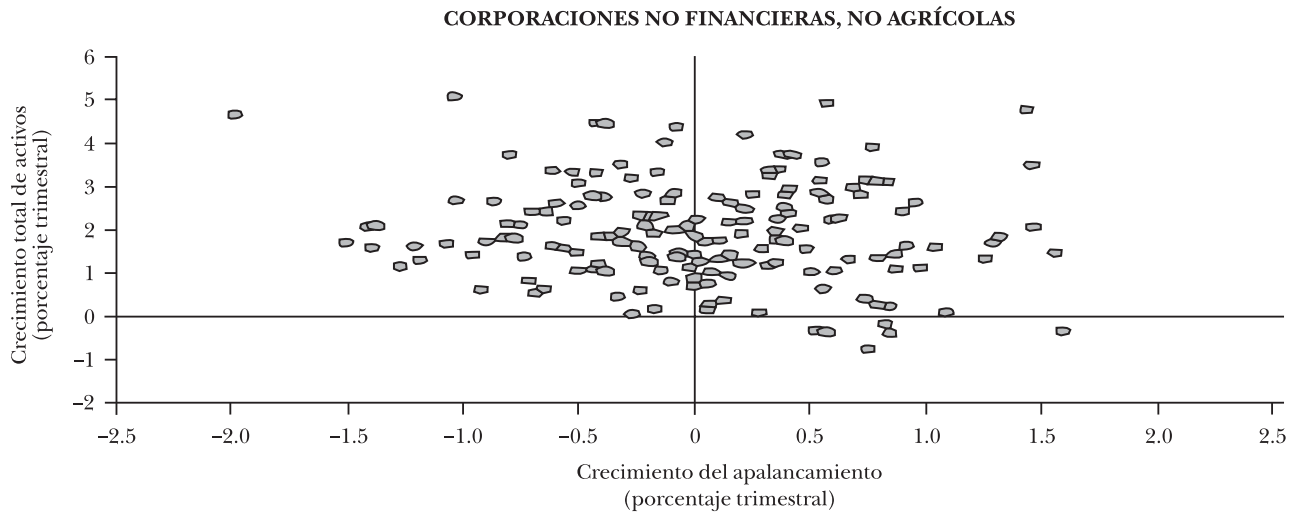
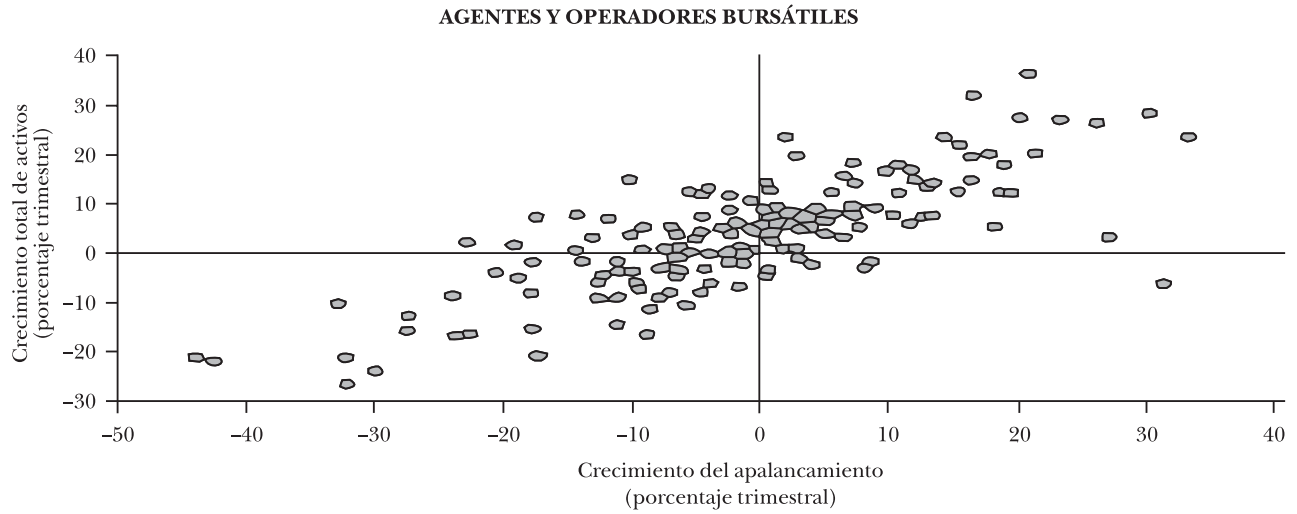
del mercado que golpea el sistema financiero global en sus entrañas.

Además de esto, los cambios de comportamiento que han ocurrido –como siempre pasó en episodios pasados de burbujas del precio de los activos– están asociados con nuevos productos e incentivos aumentados de jugadores de mercados financieros para continuar con estrategias riesgosas de inversión. El cambio de riesgo, la búsqueda de iliquidez, la búsqueda de riesgo posterior y, por supuesto, el agruparse,³⁶ pueden afectar la forma en que los bancos centrales influyen en la economía a través de los canales de transmisión convencionales. En otras palabras, los canales clásicos –tasas de interés, balance general, otorgamiento de préstamos y canales de liquidez– pueden verse afectados de forma tal que influyan en la efectividad de la política monetaria hasta un punto que antes se desconocía. Esto es lo que algunos autores prefieren introducir como un canal suplementario al que le llaman un canal de comportamiento o de toma de riesgo para la transmisión de la política monetaria.

En una era en la que los bancos dominaron los sistemas financieros, los incentivos de funcionarios bancarios eran claros. Su salario rara vez dependía de rendimientos de inversión bancaria a corto plazo y, de esa manera, tenían poco interés en buscar rendimientos extra que, al ser más riesgosos, pudieran arriesgar el balance general de los bancos. Por su lado, los accionistas estaban contentos de disfrutar la renta fija que surgía de la limitada competencia por fondos en el mercado y el sistema era capaz de proveer flujos de intermediación financiera estables pero conservadores, lo que fue ineficaz. En la era moderna, el ambiente liberalizado y competitivo, los gerentes de inversión en bancos de inversión o en otros intermediarios financieros han trabajado, al menos hasta ahora, con una estructura de incentivos proporcionada al nuevo contexto. Como se creyó que la sanción por rendimiento de mala inversión en el nuevo entorno iba a ser menos drástica que una estampida bancaria, los gerentes de inversión pueden haber percibido que hay más ventajas que desventajas al agregar el riesgo con el objeto de generar rendimientos extra que afectan sus propios salarios de inmediato. En un ambiente como este, lo que en realidad importaba a muchos gerentes de inversión era rendir mejor que sus homólogos o, al menos no peor. Y

³⁶ Rajan (2006a).

GRÁFICA VI



FUENTES: Junta de gobierno de la Reserva Federal, EUA, flujo de fondos, 1963:T1-2006:T4 y Adrian y Shin (2008).

esto genera dos consecuencias³⁷ perversas. Primero, los gerentes de inversión tratan de aumentar las utilidades con inversiones en activos que tienen características de riesgo y ocultas de los inversionistas sin mayor esfuerzo, se trata de inversiones que no rinden muy bien en caso de eventos extremos pero que ofrecen generosas utilidades el resto del tiempo. La literatura financiera les llama riesgos de cola. La segunda consecuencia perversa es el incentivo para que los gerentes de inversión se agrupen con gerentes de la competencia, porque este comportamiento les brinda la seguridad de que no actúan en niveles inferiores a los de sus homólogos. Es fácil apreciar como ambos comportamientos tienden a reforzarse entre sí en períodos de aumentos de los precios de los activos que brindan el ímpetu para una espiral ascendente que se alimenta a sí misma y es propensa a desarrollarse en una burbuja de crédito.

La combinación de la innovación financiera y los cambios de comportamiento de los participantes del mercado aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero internacional a giros repentinos en cuanto a percepción y tolerancia del riesgo de mercado. La dinámica explosiva impartida por la capacidad de las instituciones financieras de empaquetar y vender riesgos para crecimiento del crédito se convierte en una fuerza implosiva que es igual de poderosa cuando se materializan eventos riesgosos y golpean los balances generales de las instituciones financieras. Además de esto, si las pérdidas se ejecutan en posiciones fuera de balance, por definición, no hay mercado que pueda ofrecer precios reales debido a la ausencia de puestos de creadores de mercado y cámaras de compensación. En tal contexto, es fácil que las crisis de liquidez aparezcan de forma repentina dado que la mayoría de participantes tiene dificultades para evaluar tanto la solidez de su propio balance general como la de sus contrapartes.

Un claro ejemplo de tal dinámica perversa es la continua agitación financiera que originó el mercado de las hipotecas basura. En el período del 2002 al 2005 la combinación del aumento de los precios de las viviendas y muy bajas tasas de interés contribuyó a aumentar tanto la demanda de los hogares en cuanto a crédito hipotecario y el riesgo de las instituciones financieras en busca de rendimientos más altos. Gracias a la innovación financiera, los principales prestamistas con

hipoteca aseguraron sus préstamos al separar, en la práctica, sus negocios de otorgamiento de préstamos, de los riesgos implicados con tener préstamos hipotecarios en sus propios balances generales. Por medio de los subproductos con respaldo hipotecario, los prestamistas pueden bloquear su rendimiento sobre la hipoteca mientras que los compradores de riesgos de hipoteca, sobre todo los fondos de libre inversión e instituciones no financieras, obtendrían el rendimiento extra que buscaban. En ausencia de jugadores de mercado con una mayor tolerancia al riesgo, esta dinámica no se desarrolló. En tiempos normales, estas son dinámicas beneficiosas porque ayudan a asignar capital de forma más eficiente a aquellos agentes que pueden soportar perfiles de rendimiento-riesgo particulares de sus inversiones y cuyo resultado es una mayor prestación de fondos para quienes puedan necesitarlos.

Sin embargo, una disminución significativa de los precios de las casas y el ajuste de la política monetaria que inició en el 2006, los incumplimientos de préstamos hipotecarios y ejecuciones hipotecarias en los EUA aumentaron, hasta que el mercado de valores respaldados con hipoteca llegó a una paralización repentina en agosto del 2007. El riesgo de crédito y de liquidez aumentó de forma brusca a nivel mundial y la agitación se propagó muy rápido del mercado estadounidense a los mercados financieros globales y de los mercados hipotecarios a otras clases de activos en los que e incluían más mercados monetarios. En estas circunstancias, las instituciones financieras del mundo ya no pudieron vender el riesgo en el mercado y se vieron forzadas a retener en su balance general una importante cantidad de préstamos hipotecarios sin rendimiento. Por lo tanto, dichas instituciones financieras tuvieron que cortar sus exposiciones a otras inversiones con el objeto de reparar sus balances generales y los flujos globales de crédito se agotaron en forma abrupta.

Estos acontecimientos demuestran que, en algunas circunstancias, la presencia de inversionistas de alto riesgo con horizontes de inversión a un relativo corto plazo puede implantar dinámicas perversas y promover burbujas de precios de los activos que tal vez lleven a un aumento del apalancamiento de la economía muy por encima de un nivel sostenible. Más allá de consideraciones lógicas relacionadas con las reformas del marco regulatorio que deberían apuntar a evitar *ex ante* toda dinámica de creación de crédito

³⁷ Rajan (2006).

insostenible, los cambios en la microestructura de mercados financieros y su capacidad para crear y suplir productos más innovadores y complicados tienen por consiguiente pocas implicaciones importantes para la política monetaria.

Primero, los bancos centrales tienen que asegurarse de evitar el riesgo de convertirse de forma paradójica en víctimas de su propio éxito al lograr la estabilidad macroeconómica y ganar alta credibilidad. Períodos de baja volatilidad macroeconómica pueden bien ser aquellos períodos en que la dinámica del mercado cobra vida por su cuenta y se aparta de cualquier consideración racional de posible riesgo. Esto implica que los bancos centrales tienen un deber de basar su análisis, recomendación y decisiones políticas en un firme enfoque de tendencias fundamentales de la economía.

En concreto, los bancos centrales deberán ser muy cautos al comunicarse con los mercados y el público en general para evitar la promoción de expectativas insostenibles entre participantes del mercado. En algunas circunstancias, las expectativas infundadas de un cierto curso de política futura puede tener un efecto amplificador en los precios de los activos y, de ese modo contribuir, a la acumulación de aquellos desequilibrios financieros que se desarrollarían rápido y de forma costosa una vez que las expectativas cambian.

Tercero, los bancos centrales deberán dedicar el máximo esfuerzo a entender el alcance al cual el canal de transmisión de la política monetaria en un ambiente macroeconómico estable pudiera verse afectado, tanto por un alto grado de integración de mercados financieros globales como por una microestructura de mercado siempre en desarrollo. Por ejemplo, la globalización y los comportamientos perversos estimulados por la innovación financiera pueden haberse combinado en los dos últimos años para hacer que el extremo largo de la curva de rendimiento fuera menos sensible al ajuste de la política monetaria –sobre todo en los Estados Unidos pero también en la zona del euro– de lo que se esperaba que fuera con base en la experiencia histórica. Es muy probable, de hecho, que ahorros globales circularan hacia los Estados Unidos atraídos por el insostenible perfil de bajo rendimiento-riesgo ofrecido por nuevos productos financieros y del espejismo de que la prima de riesgo de crédito hubiera casi desaparecido.

Cuarto, los bancos centrales necesitan de políticas de liquidez bien adaptadas a la aparición y desarrollo de profundos sobresaltos financieros

en el tiempo. *Ex ante*, un marco de gestión de liquidez que permite un amplio rango de garantías de alta calidad y un gran número de posibles contrapartes es útil para mantener el acceso al mercado de instituciones no líquidas pero solventes. Por otra parte, también se necesita la cooperación internacional con el objeto de permitir la dispersión de liquidez en monedas extranjeras en los bancos nacionales.

Sin embargo, puede ser que esto no sea suficiente. Los más recientes acontecimientos demuestran que a veces las decisiones drásticas – como la aceptación de garantías de tasas más bajas y garantías estatales de operaciones interbancarias– pudieran ser necesarias para reavivar los mercados. Dichas decisiones que de hecho expanden el papel de la política monetaria y amenazan con reducir la eficiencia de los mercados financieros, también aumentan los riesgos y los posibles costos fiscales transmitidos por las autoridades. Esto da por sentado en que momento es o no deseable incluir en el marco operativo de los bancos centrales la posibilidad de continuar con estrategias extraordinarias de liquidez más allá de aquellas que apuntan a mercados monetarios a corto plazo con el objeto de evitar recurrir a tales iniciativas extremas. Por ejemplo, es posible imaginar un papel catalizador para bancos centrales –en los que se incluyen medios de persuasión– para reorganizar la infraestructura de mercado o mantener la actividad comercial en algunos activos de alta calidad, que los bancos usan como garantía en sus operaciones de recompra cuando el sistema financiero rechaza la negociación con activos de baja calidad. Además, en algunas circunstancias puede ser posible –e incluso rentable– que los bancos centrales vendan bonos del tesoro contra activos de alta calidad con el objeto de promover la apreciación de estos últimos. Tal operación puede ser rentable para bancos centrales y al mismo tiempo disminuir el número de bancos que tienen que colocar pérdidas en sus libros de negociación. Una tan excepcional disposición se debería designar de forma que aclare las instancias en las cuales se puede aplicar la estrategia de salida esperada, a fin de minimizar el riesgo moral y la intervención ineficiente en los mercados monetarios. Es probable que sea justo admitir que la falta de tales provisiones de contingencia en el marco de gestión de liquidez de los bancos centrales ha privado a las autoridades monetarias de posibles armas para promover el desligamiento de la confusión financiera que luego se transformó en una

crisis financiera. En muchas circunstancias, bancos con suficiente capital desde el punto de vista de sus coeficientes de nivel 1 se volvieron primero no líquidos e insolventes después, debido a la caída en el valor de activos de alta calidad pero ya no más negociados. De esta modo se podría argumentar que algún apoyo de precios financieros por parte de los bancos centrales pudo haber evitado el bloqueo casi completo de transacciones y pudo incluso haber evitado el recurso a inyecciones de capital.

Por último, puede ser importante aumentar el intercambio de información entre banqueros centrales y supervisores así como la capacidad de los estadísticos para seguir el desarrollo de puestos de cuenta de orden de intermediarios financieros. Asimismo, podría ser útil crear incentivos para que las instituciones financieras creen y negocien títulos estandarizados y negociables en la bolsa con el objeto de aumentar la transparencia y reducir el riesgo sistémico.³⁸ Los valores estandarizados se negocian con normalidad por medio de cámaras de compensación para garantizar que cada parte en un contrato financiero cumpla con su propia obligación. Además de esto las cámaras de compensación siempre ajustan las ganancias y las pérdidas al mercado e imponen a las partes requerimientos de margen de contrato que dependen de los cambios de valoración. Por lo tanto, los requerimientos de margen desempeñan el papel de requerimientos de capital para bancos y los ajustes al mercado permiten dar seguimiento al estado de cada capital de mercado financiero de forma transparente. Al final, es más fácil cuantificar en tiempo real el riesgo de liquidez y contraparte y la posibilidad de que, las burbujas de crédito se desarrollen—que de forma eventual involucran la creación de oscuros valores financieros que no son detectables con facilidad en el balance general de las instituciones financieras—, es mucho menor.

V. Las implicaciones de la globalización para la política monetaria

Los recientes acontecimientos de la inflación tanto en las economías industrializadas como en las emergentes y la propagación de las tensiones financieras en los EUA sugieren que la globalización puede estar en una nueva fase. Después de un período en el que la apertura de productos

³⁸ Cecchetti (2007).

internacionales y mercados de servicio a los mercados emergentes hizo que el precio relativo de bienes manufacturados —y de algunos servicios— disminuyera en todo el mundo, el continuo crecimiento de dichos mercados ahora contribuye a la actual presión ascendente del precio de los alimentos y de materias primas que se emplean en los sectores manufactureros. De hecho, el efecto neto en países industrializados es la, a menudo significativa, aceleración continua de la inflación nacional. Al mismo tiempo, el aumento de presiones financieras evidenciado por la profundización continua del tumulto financiero deja claro que la globalización acarrea consigo el riesgo de una rápida transmisión de presiones financieras.

La globalización, que en un principio parecía caracterizada por su impacto descendente en los precios e inflación, hoy día se reconoce como un factor completo con influencias múltiples. A pesar de que su potencial para generar presiones ascendentes sobre la inflación está reconocido en su totalidad, sus otros efectos, con la rápida transmisión de choques financieros incluida, son también aparentes. Esto generó interrogantes de muchos tipos: ¿se ha deteriorado la capacidad de los bancos centrales nacionales para controlar la inflación? Por otra parte ¿es posible controlar o prevenir la propagación de los sustos financieros? En concreto ¿cuáles técnicas deben adoptar o desarrollar los banqueros centrales para facilitar tal control? Más allá de consideraciones macroeconómicas, ¿cómo manejar la liquidez del mercado monetario en el contexto de una agitación financiera internacional? De forma más general, ¿qué papel se le puede dar a la cooperación internacional en dichos campos? Esta sección considera primero el impacto de la globalización en el caso de políticas monetarias realizadas a nivel nacional y la evolución de técnicas usadas por banqueros centrales en el campo macroeconómico. Luego trata los retos que trajeron la innovación financiera y la integración. Y por último trata de la necesidad de una coordinación internacional mejorada.

1) Globalización y política monetaria: el caso de una política monetaria que se lleva a cabo a nivel interno

La globalización no debilita el caso para una política monetaria que se lleva a cabo a nivel nacional y que apunta a la estabilidad de precios a mediano plazo. En casos de integración de mercados de capital o bienes, una mayor apertura no

deteriora la capacidad de la política monetaria nacional de controlar la inflación. La inflación es siempre, al fin y al cabo, un fenómeno monetario, por ejemplo un fenómeno que el banco central puede controlar. En una reciente contribución, Woodford (2007) utiliza un modelo estructural de economía abierta para probar esto; por ejemplo que ni un alto grado de integración de mercados financieros³⁹ ni un mayor papel de una medida global de la baja actividad económica en la dinámica del suministro nacional, tengan posibilidad de debilitar la capacidad de los bancos centrales nacionales de controlar la dinámica de inflación nacional. Del mismo modo, Taylor (2008) argumenta que existe clara evidencia basada en diversos modelos de que la cooperación de la política monetaria no brinda ganancias adicionales si se le compara con la política monetaria nacional. Por ende, él concluye que en el más eficiente marco de política monetaria, los bancos centrales actúan por su cuenta hasta el punto de incorporar en sus decisiones las acciones esperadas de los otros bancos centrales. En tal marco, es vital que las autoridades de política monetaria intercambien información de manera que cada uno de ellos pueda incorporar la reacción de otras políticas monetarias en sus propias decisiones.

No obstante, la globalización ha traído algunos cambios significativos y requiere de nuevos aspectos de política monetaria a investigar con el objeto de garantizar el mantenimiento de la estabilidad de los precios. En palabras de Rogoff (2006), la globalización, por medio del arbitraje del precio de los activos y de los bienes, “está debilitando el control de los bancos centrales individuales sobre la trayectoria de tasas de interés nacionales reales, excepto en horizontes de cierta manera cortos”. Por otra parte, recientes acontecimientos como las crisis GSE y la bancarrota de varios bancos de inversión en los Estados Unidos dejan claro que la propagación de riesgos aumentó de forma contundente. Por lo tanto, es necesario derivar las implicaciones de los cambios de la política monetaria en el mecanismo de transmisión creado tanto por los cambios estructurales descritos en las secciones II y III como por los cuatro hechos estilizados analizados en la sección IV.

³⁹ La integración financiera en el análisis de Woodford se captura al permitir que la liquidez global sea el determinante de la tasa de interés nacional y al dejar que el saldo de inversión-ahorro global determine la tasa de interés real de equilibrio nacional.

2) *Globalización y política monetaria: enfrentando los retos de los cambios estructurales*

La primera implicación de los cambios en el mecanismo de transmisión de la política monetaria debido a la globalización es la necesidad de que los bancos centrales vayan más allá de los simples modelos y amplíen la batería de herramientas utilizadas para medir las presiones inflacionarias, lo cual incluye el análisis estructural en el proceso de evaluación. El análisis estructural junto con otros modelos e indicadores puede resultar útil para identificar posibles choques que golpean la economía y de igual manera para diseñar la respuesta a esto.

Primero, reglas y conceptos sencillos como brecha del producto o inflación central son cada vez más insuficientes tal y como se explicó en la sección II. Como consecuencia es necesario contar con un análisis más sofisticado. Segundo, cada vez más se necesita un conocimiento estructural de los choques globales; por lo tanto, los modelos MEGDE son cada vez más útiles, en especial si tienen funciones ajustables de producción y traspasos ajustables de tipo de cambio. Es necesario tomar en cuenta la flexibilidad real de varios mercados al igual que el impacto de la competencia internacional a todo lo largo de los ajustes necesarios y por consiguiente la forma del ciclo de negocios. Tercero, no se debe de olvidar el impacto de la globalización en las percepciones de inflación y la credibilidad del banco central. En concreto, ahora es necesario que los banqueros centrales tomen en cuenta el riesgo de los efectos de segunda ronda y de la dispersión de expectativas de inflación con el objeto de garantizar que los agentes económicos se concentren en la respuesta adecuada a los retos enfrentados. Por consiguiente, se deberá de medir la credibilidad y las percepciones inflacionarias y si es posible también se deberán modelar. Por último, debido a ello, la comunicación, la transparencia y la competencia son cada vez más cruciales para los bancos centrales. Para ellos es de particular importancia convencer a las autoridades tributarias para evitar cualquier medida que pudiera intensificar la inflación o retrasar el ajuste económico.

3) *Globalización y política monetaria: enfrentar los retos de la integración financiera*

Afrontar los retos de la integración financiera implica aún mayor ajuste en el comportamiento

de los bancos centrales. Primero se requiere reconocer que los acontecimientos de los precios de los activos conducen a abruptos acontecimientos del precio de los activos más a menudo de lo esperado. La frecuencia de eventos de cola gorda no es consistente con las distribuciones gaussianas. Segundo, ellos necesitan conocer cómo dar seguimiento a los flujos de liquidez que ayudan a propagar el desarrollo de burbujas del precio de los activos y que a menudo son subyacentes al desarrollo de desequilibrios globales. Esto se complica por el hecho de que los flujos de capital pueden estimular movimientos del precio de los activos entre fronteras y que el dinero puede cambiar de un tipo de activo a otro si la liquidez lo permite. Tercero, los bancos centrales necesitan saber cómo ir en contra de lo que indican los fundamentos de forma eficiente. Ahora es aparente que las respuestas asimétricas del banco central como las defendidas por A. Greenspan, terminan por alentar el riesgo moral y son al final de cuentas, contraproducentes. De hecho, una actitud efectiva de gestión de riesgo también debe ser innovadora. El tamaño y la duración así como la naturaleza contagiosa de la actual agitación financiera apoyan con fuerza este punto que también encuentra respaldo a nivel teórico. En efecto, Loisel *et al.* (2007) en un contexto económico cerrado demuestran que existen situaciones particulares en las cuales un banco central puede ir de forma conveniente en contra de lo que indican los fundamentos. Estos casos se caracterizan por burbujas del precio de los activos que se desarrollan debido al agrupamiento del comportamiento de los empresarios, que toman decisiones de inversión basadas en decisiones de otros empresarios en vez de basarse en las señales fundamentales que surgen de la economía. Al incrementar el costo de prestar con base en el comportamiento grupal observado, el banco central puede controlar la inversión de empresarios agrupados que, en este caso es muy sensible al costo de prestar y por ende reduce el riesgo de burbujas del precio de los activos. Aquellos empresarios que en realidad invierten con base en una justificación fundamental sólo se verán golpeados de forma marginal dado que el rendimiento esperado de la inversión para ellos no es igual al costo de pedir prestado. Esto no es para decir que la identificación de las burbujas del precio de los activos no es difícil. Ni tampoco sugiere que los bancos centrales siempre puedan ser capaces de influir en los precios de los activos. Tampoco sugiere que los bancos

centrales deban picar las burbujas de precios de los activos. La exuberancia irracional es sin duda una realidad. Además focalizar de forma directa los precios de activos promovería de forma más directa el riesgo moral en vez de los comportamientos asimétricos. Más bien, los bancos centrales deberían desarrollar un amplio rango de modelos e indicadores con el objeto de asegurar que el análisis fundamental de los acontecimientos del precio de los activos sea tan sólido como se pueda. La persistencia generalizada de rutas inexplicadas para los residuos entre modelos estadísticos y econométricos y la eventual inestabilidad en sus parámetros puede bien transmitir una luz de alerta para indicar que una burbuja se forma.

La reciente crisis financiera es un ejemplo claro, dado que la reducción excesiva de las primas de riesgo hasta el 2007 fue, para muchos, un claro signo de desequilibrio del precio de los activos y de exceso de liquidez.⁴⁰

En este contexto tal y como se analizó en la sección IV, apartado (2), inciso (b), la reciente agitación sugiere que debido a la globalización financiera, los bancos centrales deberán dedicar más recursos al análisis de flujos globales de capital y a su impacto en el desarrollo del balance inversión-ahorro y cuentas corrientes entre las áreas económicas, lo cual puede resultar no ser sostenible. Esto también aboga por una creciente inclusión de fricciones financieras en los modelos MEGDE y en particular tanto de un sector no financiero como de un sector bancario.

Por otra parte, dar seguimiento y analizar agregados monetarios con el propósito de identificar tendencias subyacentes también lleva a identificar el impacto más volátil de precios de activos en dichos agregados. Este seguimiento sistemático lleva a construir escenarios de riesgo acerca de probables acontecimientos en alguna parte de la economía o de mercados financieros. De esta forma el formulador de políticas puede evaluar las probabilidades relativas de un número mayor de futuros acontecimientos inciertos y, de esa manera, hacer una evaluación más consistente de su propia orientación de política monetaria

Por consiguiente, los bancos centrales deberán considerar la posibilidad de ajustar su orientación de política monetaria en respuesta a excesivos movimientos de precios de los activos en el caso de que exista una alta probabilidad de que

⁴⁰ Ver *Overview of ECB* (2007), pp. 9-15.

los flujos de capital y la dinámica de crédito se estén manejando por expectativas autorrealizables de precios de activos siempre crecientes o por expectativas irrealistas acerca de los acontecimientos en las bases. En algunos casos, el costo de la inactividad puede ser mucho más elevado que los efectos de acervo negativos de romper burbujas y puede llevar a períodos de inestabilidad financiera elevados –y tal vez de inestabilidad económica también–. No obstante es importante que tal acción no sea percibida como si focalizara los precios de los activos. De hecho, su meta debe de ser evitar aumentar el desequilibrio de tales precios en vez de apoyarlos en cualquier nivel de equilibrio. Una buena estrategia candidata para tal propósito es la estrategia de dos pilares utilizada por el BCE. Como los agregados de crédito y monetarios a menudo reflejan los riesgos de burbujas en la economía sin estar asociados a mercados específicos de activos, le permite al banquero central evitar el riesgo moral conectado a ir en contra de lo que dicen los fundamentos.⁴¹

El papel superior de las transacciones financieras internacionales en el mecanismo de transmisión de la política monetaria requiere, sin embargo, que las autoridades de política monetaria obtengan más conocimientos profundos y experticia en el análisis de microestructura del mercado financiero, que incluya el funcionamiento de productos financieros siempre nuevos y más complicados. El análisis de agregados monetarios y sus contrapartes, con el propósito de medir los riesgos de mediano a largo plazo para la estabilidad de precios, puede ayudar a detectar posibles acontecimientos efervescentes en mercados de activos si el banco central cuenta con un conocimiento detallado de la microestructura financiera y de los productos financieros.

Por consiguiente y de forma rutinaria se debe-

⁴¹ En último término, este enfoque no debe ser diferente en sustancia del enfoque que los bancos centrales ya adoptaron cuando la dinámica de tipo de cambio parte de su valor *fundamental* estimado. En tiempos normales, los bancos centrales de zonas económicas grandes no intervienen en los mercados de divisas para evitar crear conflictos con su objetivo primario de estabilidad de precios nacionales. No obstante, algunas ocasiones estos bancos centrales puede considerar óptimo intervenir de forma coordinada con el propósito de *echar arena en las ruedas* de los especuladores, una vez que su análisis interno demuestra que la evolución del tipo de cambio actual no es compatible con ninguno de los modelos que se supone explican el comportamiento del tipo de cambio.

rán tomar en cuenta las evaluaciones disponibles de la estabilidad del sistema financiero internacional y nacional dentro del análisis de orientación de la política monetaria y los riesgos de la estabilidad de precios. Al considerar aspectos de estabilidad financiera en los informes respectivos, los banqueros centrales pueden perder elementos importantes en su evaluación y que el riesgo sea tomado por sorpresa al desligarse las burbujas del mercado de activos. Esto último puede ser promovido por el mismo ambiente de baja volatilidad que el banco central contribuyó a establecer –y en concreto por los posibles cambios persistentes en el tamaño y calidad de flujos de capital internacional. Además de esto, la disminución del sesgo local de los inversionistas expone a cualquier economía a la posibilidad de que los beneficios de la diversificación de activos –en términos de baja volatilidad de producto e inflación– pueda evaporarse de forma abrupta y que los cambios precisos del precio de los activos en los precios internacionales de activos pueda llevar a pérdidas severas de ingreso y riqueza en la economía nacional. A este respecto, los bancos centrales y autoridades de supervisión deben cooperar con el objeto de brindar a las autoridades monetarias un análisis completo de los riesgos incluidos en el sistema financiero, que está en evolución constante tanto en términos de productos como de características de sus jugadores.

Por último, la agitación financiera actual muestra que se necesita un alto grado de consistencia entre los marcos operativos de los bancos centrales, la organización a nivel nacional de la función de prestamista de última instancia y la responsabilidad del banco central para la estabilidad financiera

Una importante lección para bancos centrales que enseñó la reciente agitación financiera se refiere a la necesidad de evitar que en períodos de volatilidad elevada el aumento en las primas de riesgo no sólo afecte los mercados en valores a mayor plazo sino que también pone a los mercados monetarios en tensión. El colapso del mercado hipotecario ha hecho que se cuestione la capacidad de las instituciones financieras para crear productos financieros que en realidad transformen los activos que antes eran no líquidos –es decir, hipotecas– en instrumentos que se puedan negociar con facilidad. Cuando en junio del 2007 surgió la crisis del mercado hipotecario, los flujos de liquidez se agotaron y lo que empezó como un problema en un segmento bastante

limitado de los mercados financieros mundiales se trasladó con rapidez a otros mercados, en los que se incluye el de valores a muy corto plazo. De esa manera se convirtió en un asunto urgente de los bancos centrales para evitar que los riesgos de liquidez y de crédito se complicaran y pusieran a los mercados financieros internacionales al borde del colapso. Desde junio del 2007, los bancos centrales más importantes del mundo se involucraron en inyecciones extraordinarias de liquidez, lo que permitió a los mercados monetarios recuperar su funcionamiento. En esta circunstancia, el marco operativo del BCE que permite un amplio rango de garantías y la participación de un importante número de instituciones en sus subastas de refinanciamiento demostró ser muy útil para absorber el súbito aumento de las primas de riesgo y restaurar el funcionamiento ordenado de los mercados monetarios.

Por lo tanto, es preferible aprovechar un marco operativo que permite al banco central hacer préstamos a todas las contrapartes solventes con garantías de alta calidad que sólo a un limitado grupo de contrapartes. Esto permite diferenciar con claridad entre operaciones que no acarrear riesgo financiero para el banco central y operaciones que acarrear tal riesgo. Si es necesario aceptar garantías de baja calidad de una contraparte considerada solvente, es posible en efecto, llamar a tal operación actividad de liquidez de emergencia y realizarla bajo la responsabilidad del banco central. Incluso es importante que, en el estatuto del banco central o en un convenio formal y explícito con autoridades fiscales, el costo de eventuales pérdidas financieras creadas por contrapartes insolventes sea asumido en su totalidad por esas mismas instituciones financieras. En un contexto en el cual bancos grandes podrían tornarse insolventes, esto garantiza la independencia del banco central y la solidez de su balance general. Para el BCE y el Eurosistema, esto está garantizado en el artículo 101 del Tratado que prohíbe el financiamiento directo o subvención de otras instituciones europeas por parte del Eurosistema. Esta organización global, junto a la parte de ir en contra de lo que dicen los fundamentos es consistente con un sistema en el que el banco central contribuye a la estabilidad financiera en vez de responsabilizarse por él en su totalidad.⁴²

⁴² Ver Bini-Smaghi (2008), Uhlig (2008) y Goodfriend (2008).

4) *Globalización y cooperación de política internacional*⁴³

La mayor integración de mercados financieros y el papel de países nuevos en el intercambio global de capital también reta a los foros internacionales para que se esfuercen por lograr un mejor análisis y conocimiento de los continuos cambios en el sistema financiero internacional. Desde los ochenta han ocurrido muchas crisis sistémicas que tuvieron diferentes explicaciones y se desarrollaron de diferentes maneras. Cada uno de estos episodios de crisis llevó a las instituciones internacionales a aprender de sus errores y a implementar marcos de seguimiento y cooperación que hubieran reducido los riesgos de una crisis similar. El G7 ha sido instrumental para moldear la arquitectura financiera internacional a medida que reaccionaba a la necesidad de involucrar de mejor manera las economías de mercado emergentes. En particular, desde la creación del foro del Grupo de los Veinte (G20) de ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales en 1999, los países de mercados emergentes han participado en asuntos de estabilidad financiera y economía global como los regímenes de tipo de cambio, administración prudente de deuda, profundización financiera nacional y códigos y normas internacionales. El G20 ha jugado también un papel importante para crear consenso en cuanto a las instituciones de Bretton Woods y ha participado de forma constructiva para ayudar a moldear mecanismos de prevención y resolución de crisis.

Sin embargo, el desarrollo y la integración de mercados financieros globales presentan nuevos retos a los formuladores de políticas y sugieren que la cooperación internacional requiere de nuevas formas con el objeto de abordar tales retos. Los procedimientos de Consulta Multilateral inaugurados y patrocinados por el FMI en el 2006 –sobre Desequilibrios Globales– puede resultar ser el foro apropiado para este fin, con la condición de que el análisis se amplíe para incorporar la dinámica interrelacionada de mercados financieros globales en su totalidad. En concreto, el

⁴³ Aquí *cooperación* internacional indica un marco más o menos formal que facilita el intercambio de información entre formuladores de políticas así como opiniones acerca de la naturaleza y las consecuencias de consideraciones particulares de política internacional. El término *cooperación* no significa ningún acto de varias autoridades de política que implicaría una decisión común con consecuencias inmediatas en sus respectivos instrumentos políticos

procedimiento de Consulta Multilateral debe tomar una perspectiva global y evaluar el riesgo para la estabilidad financiera y monetaria, tanto con la posible existencia, evaluación e impacto eventual de desequilibrio del precio de los activos como sus canales internacionales de transmisión. Por ejemplo, fenómenos como desequilibrios globales o flujos financieros de carry trade tal y como se analizaron en la sección IV, apartado (2), inciso (b), deben de analizarse desde una perspectiva multilateral porque los eventuales desajustes de política nacional o los posibles acontecimientos de una burbuja del precio de los activos pueden tener con facilidad una repercusión significativa en los riesgos para la estabilidad financiera y de precios en otras partes del mundo. En concreto, un ejercicio multilateral que se enfoque también en los flujos de capital y su naturaleza puede ayudar a evaluar los acontecimientos del precio de los activos y de vez en cuando ayudar a los bancos centrales a fijar la política monetaria de manera que incorpore el riesgo de una intensificación de burbujas y que de forma eventual explote a mediano plazo. Ir en contra de lo que dicen los fundamentos no tiene como meta picar la burbuja sino más bien evitar una orientación de política monetaria que contribuya de forma pasiva –al facilitar también el crecimiento del crédito– a inflar la burbuja. Por lo tanto es relevante examinar si los flujos de exceso de liquidez en el contexto de una economía abierta pueden o no estimular burbujas de precios de los activos.

Por último se necesita también una mejor cooperación en términos de abastecimiento de liquidez. Un primer ejemplo de cooperación exitosa proviene de las subastas de liquidez del dólar estadounidense organizadas en conjunto por la Reserva Federal, el BCE y el BNS desde el inicio de la agitación a mediados del 2007. Su generalización podría conceptualizarse para hacerle frente a otras crisis en el futuro. Por otra parte, las instituciones internacionales deben entender mejor la dinámica de las crisis de liquidez y ser capaces de asesorar a los países en lo que respecta a sus mejores estrategias. Además de esto, se podría preguntar cómo organizar la participación de países en tal cooperación de forma óptima. ¿Quién podría unirse a tal cooperación y como seguir los riesgos para aquellos países que no participen? y, ¿cómo hacer compatibles los correspondientes convenios swap y las otras diversas facilidades disponibles por parte de las instituciones internacionales o regionales?

VI. Conclusión

La globalización es un fenómeno dinámico y multifacético que cambia la estructura de las economías nacionales y la forma en que se propagan los choques tanto dentro de una sola economía como en el mundo entero. En concreto, es posible que el surgimiento de países grandes que participan en los mercados globales de bienes, servicios y activos financieros afecte los episodios de inflación de nuevas maneras que están, hasta cierto punto, sin explorar por parte de los bancos centrales. Este documento argumenta que los retos planteados por la globalización no requieren de una mayor coordinación de políticas monetarias en el mundo. Las políticas monetarias nacionales que están orientadas hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios nacionales aún son la solución más eficiente para controlar episodios de inflación y, por consiguiente, para contribuir a la estabilidad financiera.

No obstante, es probable que la globalización haya contribuido a provocar alguna evolución importante en cuanto a la forma en la que los bancos centrales deben de realizar sus deberes. La posibilidad de cambios en las relaciones económicas que conduzcan al crecimiento del producto y los mecanismos de formación de precios y la multiplicación de choques externos, de diferente naturaleza, que pueden golpear la economía nacional sugieren que los bancos centrales deberían dedicar más esfuerzos al análisis estructural de lo que acostumbraban en el pasado. Un enfoque robusto de gestión de riesgo para la política monetaria debería de poder identificar de forma tan precisa como sea posible los choques, la manera en que se transmiten a la economía nacional y, por último, la manera en que pueden afectar la inflación nacional.

En particular, los bancos centrales deben de tomar en cuenta la forma en que la evolución de la estructura de mercados financieros y su aumentada interdependencia interpretan el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los mercados de capital liberales e innovadores pueden tener un papel nada despreciable en la creación de liquidez, lo cual no siempre tiene que estar alineado con el objetivo de estabilidad de precios de los bancos centrales. A este respecto, la continua crisis financiera ha demostrado que las consideraciones de estabilidad financiera no siempre son separables del análisis de los riesgos para la estabilidad de precios, sino que más bien deberían de formar parte de la evaluación

normal de la posición de la política monetaria. Como una consecuencia, es concebible que los bancos centrales puedan, en ciertas condiciones que son reconocidas como muy difíciles de cumplir en realidad, utilizar la política monetaria para ir en contra de lo que dicen los fundamentos de posibles burbujas de precios de los activos, si se juzga que la eventual contracción económica presenta riesgos significativos para la estabilidad de precios. En este caso, la alta incertidumbre que rodea la existencia de una burbuja en cierto mercado de activos deberá ser ponderada contra los costos eventuales del estallido y sin descartar eventos de cola. El análisis de los agregados monetarios y de crédito puede brindar valiosa información para la identificación de los riesgos de estallido de una burbuja.

Por último la interdependencia aumentada de los mercados financieros en el mundo y el posible impacto que los flujos financieros puedan tener en la economía global sugieren que la cooperación de política multilateral debe adoptar formas nuevas. En concreto, el ya existente marco de supervisión se debe de aumentar con el objeto de incluir un análisis exhaustivo de mercados de capital nacionales e internacionales, que incluya el papel posible que las políticas monetarias nacionales puedan tener en los flujos de capital y las condiciones de liquidez en cada país.

Referencias

- Adrian, T., y H. S. Shin (2008), *Liquidity and leverage*, Federal Reserve Bank of New York, mayo (FRB New York Staff Report, n° 328).
- Anderton, Robert (2007), *Globalisation, exchange rate pass-through and trade impacts: a euro area perspective*, presentado en el seminario monetario internacional “Globalisation, inflation and financial markets”, París, 11 a 15 de junio.
- Batini, N., B. Jackson y S. Nickell (2005), “An open economy New Keynesian Phillips curve for the UK”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, pp. 1061-71.
- Bayoumi, T., y A. Swinston (2007), *The ties that bind: measuring international bond spillovers using inflation-indexed bond yields*, IMF, junio (Working Paper, n° 128).
- BCE (2006), “Effects of the rising trade integration of low-cost countries on euro area import prices”, *ECB Monthly Bulletin*, cuadro 6, agosto, pp. 56-57.
- BCE (2007), *Financial Stability Review*, Banco Central Europeo, Frankfurt, junio.
- Bean, C. (2006), *Globalisation and inflation*, presentación ante la LSE Economic Society, 24 de octubre.
- Benati, L. (2007), “The time-varying Phillips correlation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n° 5, pp 1275-83.
- Bernanke, B. S. (2007), *Globalisation and monetary policy*, comentarios en la Fourth Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, California, marzo.
- Bini-Smaghi, L. (2008), *Solvency, systemic risk and moral hazard: where does the central bank’s role begin and where does it end?*, presentación realizada en la conferencia “The ECB and its Watchers X”, auspiciada por el CFS y la Universidad Goeth Frankfurt, Frankfurt, 5 de setiembre.
- Blanchard, J. O., y J. Gali (2007), *The macroeconomic effects of oil price shocks: why are the 2000s so different from the 1970s?*, NBER, setiembre (Working Paper Series, n° 13368).
- Blanchard, O., y J. Simon (2001). “The Long and Large Decline in US Output Volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 135-164;
- Borio, C., y A. Filardo (2007), *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, BIS, mayo (Working Papers, n° 227).
- Brender, A., y F. Pisani (2007), *Global imbalances. Is the world economy really at risk?*, Dexia SA, Bélgica
- British Bankers Association (2006), *Credit Derivatives Report*.
- Browne, F., y D. Cronin (2007), *Commodity prices, money and inflation*, ECB, marzo (Working Paper, n° 738).
- Calza, A. (2008), *Globalisation, domestic inflation and global output gaps: Evidence from the euro area*, ECB, abril (Working Papers, n° 890).
- Cecchetti, S. (2007), “A better way to organise securities markets”, *Financial Times*, 4 de octubre.
- Ciccarelli, M., y B. Mojon (2005), *Global Inflation*, ECB, octubre (Working Paper, n° 537); por salir en *Review of Economic Studies*.
- Christiano, L., C. Ilut, R. Motto y M. Rostagno (2008), *Monetary policy and stock market boom-bust cycles*, ECB, octubre (Working Papers, n° 955).
- De Santis, R., C. A. Favero y B. Roffia (2008), *Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability*, ECB, agosto (Working Paper, n° 926)

- Ehrmann, M., M. Fratzscher y R. Rigobon (2005), *Stocks, Bonds, Money Markets, and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission*, NBER marzo (Working Paper, n° 11166).
- Ehrmann, M., y M. Fratzscher (2006), *Global Financial transmission of monetary policy shocks*, BCE, abril (Working Paper, n° 616).
- European Securitization Forum (2008), *ESF Securitization Data Report – 1Q:2008*.
- FMI (2006), “How has globalisation affected inflation”, en *World Economic Outlook*, Chapt. III, abril, Washington, D. C., pp. 97-134.
- FMI (2007), *Annual Report on exchange agreement and exchange restrictions*, Washington D. C.
- Gali, J., y T. Monacelli (2005), “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, *Review of Economic Studies*, vol. 72, n° 3, pp. 707-34.
- Goodfriend, M. (2008), *Monetary policy during the financial turmoil: what have we learned?*, held at the conference “The ECB and its Watchers X”, auspiciado por el CFS y la Universidad Goethe Frankfurt, Frankfurt, 5 de septiembre.
- Greenspan, A. (2003), *Global finance: is it slowing?*, speech delivered (via satellite) at the International Symposium on “Monetary Policy, Economic Cycle, and Financial Dynamics”, auspiciado por el Banque de France, París, marzo.
- Grubel, H. G. (1968), “Internationally Diversified Portfolios”, *American Economic Review*, vol. 58, pp. 1299-314
- Ihrig, J., S. B Kamin, D. Lindner y J. Márquez (2007), *Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis*, Federal Reserve Board, abril (International Finance Discussion Papers, n° 891).
- International Swap and Derivatives Association (2008), *Summaries of market survey results, IH2008*; en: (<http://www.isda.org/>).
- Lane, P. R., y G. M. Milesi-Ferretti (2007), “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004”, *Journal of International Economics*, vol. 73, n° 2, noviembre, pp. 223-250.
- Lane, P. R., y G. M. Milesi-Ferretti (2008), “The drivers of financial globalisation”, *American Economic Review*, vol. 98, n° 2, pp. 327-32.
- Loisel, O., A. Pommeret y F. Portier (2007), *Monetary policy and herd behaviour in new-tech investment*, paper presented at the conference “Banking and asset markets: developments, risks and policy issues”, auspiciada por CEPR-Fondation Banque de France, Paris, 29 y 30 de noviembre.
- Markowitz, H. (1952), “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.
- McConnell, M., y G. Perez-Quiros (2000). “Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980s?”, *American Economic Review*, vol. 90, pp. 1464-76.
- OECD-FAO (2008), *Agricultural Outlook 2008-2017*, OCDE-FAO.
- Pain, N., I. Koske y M. Sollie (2006), *Globalisation and inflation in the OECD economies*, OCDE, Economics Department, noviembre (Working Papers, n° 524).
- Pétursson, T. G. (2000), “Exchange rate or inflation targeting in monetary policy?”, en *Monetary Bulletin*, Central Bank of Iceland, vol. 2, n° 1, febrero, pp. 36-45.
- Pétursson, T. G. (2004), “Formulation of inflation targeting around the world”, en *Monetary Bulletin*, Central Bank of Iceland, vol. 6, n° 1, marzo, pp. 57-84
- Poloni, P., y J. Reynaud (2008), *How to measure credit risk transfer in the EU*, documento presentado en la Fourth IFC Conference on Measuring Financial Innovation and Its Impact, Basilea, 26 y 27 de agosto.
- Pula, G., y F. Skudelny (2007), *The impact of rising imports from low-cost countries on Euro Area prices and labour markets - some preliminary findings*, documento presentado en la conferencia “Globalisation and the macroeconomy”, auspiciada por el Banco Central Europeo, Frankfurt, 23 y 24 de julio,
- Rajan, R. G. (2006), “Has Finance Made the World Riskier?”, *European Financial Management*, vol. 12, n°4, pp. 499-533.
- Rajan, R. G. (2006a), *Monetary Policy and Incentives*, presentación en la conferencia “Central Banks in the 21st Century”, auspiciada por el Banco Central de España, Madrid, 8 de junio.
- Rogoff, K. (2006), *Impact of globalisation on monetary policy*, documento presentado en el simposio “The New economic Geography: Effects and Policy Implications”, Jackson Hole, agosto.
- Rogoff, K. J. (2003), “Globalisation and global disinflation”, en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, pp. 77-112.
- Rüffer, R., y L. Stracca (2006), *What is global excess liquidity and does it matter?*, ECB, noviembre (Working Paper, n° 696).
- Solnik, B. H (1974), “Why Not Diversify Interna-

- tionally Rather than Domestically?”, *Financial Analyst Journal*, vol. 30, pp. 91-135.
- Taylor, John B. (2008), *The impact of globalisation on monetary policy*, documento presentado en el simposio “Globalisation, Inflation and Monetary Policy”, auspiciado por el Banque de France, Paris, marzo.
- Uhlig, H. (2008), *Solvency, systemic risk and moral hazard: where does the central bank’s role begin and where does it end?*, presentación realizada en la conferencia “The ECB and its Watchers X”, auspiciada por CFS y la Universidad Goethe Frankfurt, Frankfurt, 5 de septiembre,
- Viñals, J. (2000), *Monetary policy issues in a low inflation environment*, documento presentado para la primera conferencia de banca central sobre “Why price stability?”, auspiciada por el Banco Central Europeo, Frankfurt 2 y 3 de noviembre.
- Winters, C. (2008), *The carry trade, portfolio diversification and the adjustment of the Japanese yen*, Bank of Canada (Discussion papers, nº 2/2008).
- Woodford, M. (2007), *Globalisation and monetary policy*, documento preparado para la conferencia de la NBER “International Dimensions of Monetary Policy”, Girona, España, 11 y 13 de junio.

Las dos crisis de economía internacional*

*Michael P. Dooley
Peter M. Garber
David Folkerts-Landau*

“En tanto los préstamos internos son generalmente apoyados por considerables garantías, los activos que se podrían apropiarse en el evento de que suceda un incumplimiento de deuda soberana en general son insignificantes. Por esta razón, uno debe mirar más allá de las garantías para encontrar incentivos para el pago.”

Bulow y Rogoff (marzo de 1989)

“Los préstamos soberanos se distinguen de los préstamos internos de tres maneras... las garantías son irrelevantes.”

“Suponer que las garantías son insignificantes, nos deja realmente con dos explicaciones para los pagos [soberanos]...”

Bulow y Rogoff (febrero de 1989).

I. Introducción

La teoría fundamental de la macroeconomía de la economía abierta se encuentra bajo una intensa presión a raíz de los resultados contradictorios persistentemente prolongados por la actual macroeconomía internacional. En consecuencia, dos diferentes tipos de crisis se están difundiendo en este campo. La primera es la tan discutida crisis de la economía real misma: la teoría convencional y sus proponentes más influyentes predicen que los desequilibrios evidentes en la cuenta corriente de EUA debieran ya de haber causado una crisis global desastrosa. Además, solo la ilusión financiera sostiene hoy en día el sistema global actual. Cuanto más se postergue este castigo, peor serán las cosas. Es esta crisis y las salidas políticas para mitigarla, lo que los líderes en este campo de acción han enfatizado implacablemente en trabajos académicos, prensa financiera, testimonios ante el Congreso y en numerosas conferencias.

En este ensayo, insistiremos principalmente en la segunda crisis: el fracaso de los académicos dominantes y del sector oficial de la teoría macroeconómica de economía abierta para ajustarse a la conflictiva realidad.¹ El núcleo de esta teoría es el modelo de consumo intertemporal, que ha sido fácilmente extendido como teoría del desarrollo económico. La implicación fundamental es que el capital debe fluir desde los países ricos a los países pobres para aumentar el ahorro doméstico, la formación de capital, y el crecimiento en estos últimos. La liberalización financiera y los tipos de cambio flexibles facilitan este intercambio beneficioso.

En los últimos diez años, el experimento que implementa exactamente la prescripción opuesta –flujos netos de los pobres a los ricos, resistencia a la liberalización financiera, la fijación de tipos de cambio subvaluados y el consecuente subsidio a las industrias exportadoras– se ha intentado con inequívoco éxito. Los proponentes

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo “The Two Crisis of International Economics”, de M. P. Dooley (University of California), D. Folkerts-Landau (Deutsche Bank AG Londres) y P. M. Garber (Deutsche Bank, New York). Las opiniones expuestas en este estudio son de exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan las del National Bureau of Economic Research. Correspondencia dirigirla a: <mdooley@cabezoncapital.com>, david.folkerts-landau@db.com, peter.garber@db.com).

¹ Pondremos énfasis en la crisis de los fundamentos intelectuales del desarrollo macroeconómico, habiendo gastado ya mucho tiempo en la razón de por qué pensamos que no habrá pronto una crisis en la macroeconomía actual. Ver Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003a, 2003b, 2004a, 2004b, 2004c, 2004d, 2005a, 2005b, 2005c, y 2005d). La mayor parte de estos estudios pueden encontrarse colectivamente en <http://econ.ucsc.edu/~mpd/International/FinacialStability_update.pdf>. En forma individual algunos de ellos están en <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/index.html>.

del modelo estándar con más autoridad han respondido a este éxito solo con críticas fuertes sobre el sistema global resultante, una secuencia de fallidos fundamentos para su colapso inminente, y con esfuerzos para poner a la política del país industrializado contra esto.

Nuestra interpretación de los movimientos netos de capital entre los países emergentes e industriales es que ellos mismos pueden proveer un fuerte incentivo para el pago de la deuda soberana. Específicamente, argumentamos que las salidas de capital neto de los países pobres proporcionan garantías para el sostenimiento de flujos de capital brutos mayores entre economías de diferentes etapas de desarrollo y solvencia que se encuentran en el corazón del desarrollo exitoso.

Como resultado, grandes déficit en la cuenta corriente de EUA no generan riesgos globales crecientes. Al contrario, la acumulación de desequilibrios contables netos existen para descartar el riesgo de desequilibrios que de otra manera se acumularían para reprimir los flujos de capital bruto. En el 2004, presentamos evidencia de que la acumulación de reservas por parte de China durante el 2003 fue consistente con los requerimientos de garantías de transacciones privadas que involucraban *swaps* de acciones por rendimientos de renta fija.² Más adelante presentamos resultados fuera de muestra para China entre 2004-2006 y mostramos que la duplicación de las reservas por encima de un billón de dólares sigue siendo totalmente consistente con la teoría y los parámetros que propusimos en el 2004. También mostramos que la acumulación de reservas para un conjunto de cuarenta y nueve países de mercados emergentes se ajusta al mismo modelo para el período 1991-2006. En resumen, nuestro enfoque tiene poder predictivo. El modelo de consumo intertemporal no lo tiene.

Adelantar una teoría alternativa para los flujos de capital y la cuenta corriente no es solo un ejercicio teórico. Los experimentos macro que implementaron modelos de prescripción central convencionales sobre el flujo de capital desde los ricos hacia los pobres resultaron en un rotundo fracaso. Los flujos de capital hacia América Latina en los años setenta posteriormente colapsaron en la década pérdida de los años ochenta. La

² En <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/index.html>, ver Dooley, Folkerts-Landau, y Garber. (2004c). Ver también *International Financial Stability* (2005), capítulos 5 y 9 en http://econ.ucsc.edu/~mpd/InternationalFinancialStability_update.pdf.

reanudación de flujos a los mercados emergentes de Asia y Rusia en la década de los noventa condujo, a su vez, a sus colapsos más notorios.

Cuando los modelos centrales no pueden coincidir con los datos en un período amplio, resulta prudente reexaminar los supuestos que los guían. Generalmente, es un error medir la utilidad de una teoría a través del realismo de sus supuestos. Pero si esto tiene alguna influencia, esperamos que dicha teoría sea abundante en implicaciones inesperadas y, lo que es más importante, que tenga valor predictivo contundente para los temas clave que se propone analizar. Si falla en esta dimensión, es un imán para su reemplazo. Proponemos una teoría unificada de los flujos de capital bruto y neto y un concepto útil para un equilibrio de riesgos, basado en los acuerdos estándar de manejo de riesgo encontrados en los mercados financieros privados. Los desequilibrios contables, tomados aisladamente, son una métrica de riesgo arbitraria e impracticable. Creemos que nuestros supuestos acerca del papel de las garantías en la deuda soberana son más realistas que aquellos que guían el modelo convencional.

Inicialmente, deseamos subrayar los dos temas que separan nuestro punto de vista de sus críticos. Primero, desde nuestro punto de vista, no solo los superávit en cuenta corriente son cruciales para que el sistema funcione, sino también las posiciones oficiales en reservas en moneda extranjera. Para crear garantías contra problemas del sector oficial, es vital concentrar activos externos netos en un silo soberano. Los superávit generados por el sector privado no pueden servir a este propósito. Segundo, los gobiernos han esterilizado y, en nuestra opinión, continuarán esterilizando compras de reservas durante períodos muy largos. El supuesto estándar es que no pueden hacerlo por mucho tiempo, tal es la razón de por qué muchos han predicho, de manera persistente, la inminente desaparición del sistema. Presentamos estas ideas en detalle en la segunda parte de este ensayo.

II. El modelo de consumo intertemporal de una macro economía abierta

El punto de partida de esta teoría es el modelo estándar de maximización intertemporal de la utilidad de las familias. Este modelo propone dos tipos de hogares dentro de una economía simple: uno es rico pero con un flujo de crecimiento lento

de sus ingresos reales futuros, el otro es más pobre pero con un flujo de crecimiento acelerado de sus ingresos reales futuros. Por la naturaleza de sus preferencias sobre el flujo de su consumo futuro, ambos estarían en mejor situación mediante la suavización de sus flujos de consumo real, en lugar de consumir solamente sus ingresos actuales. Por lo tanto, surge de modo natural un mercado de crédito. El hogar pobre aumenta su consumo actual pidiendo prestado al hogar rico en el presente, así reduce el consumo futuro a pesar de ingresos futuros más altos, debido al pago de los intereses de su deuda. La trayectoria de consumo del consumidor rico es menos suave que antes en tanto renuncia a un poco de su consumo presente, pero, si la tasa de interés que equilibra el mercado es bastante alta, está más que compensado por el aumento en su consumo futuro. Así, existen ganancias mutuamente beneficiosas del intercambio intertemporal de bienes entre los hogares dentro de una economía.

La lección de este modelo se encuentra tan definida como cualquier resultado puede estarlo en economía: las familias más pobres con buenos prospectos deben pedir prestado a los hogares ricos al inicio de sus ciclos de vida. O, como se volvió popular recientemente, el capital debe fluir cuesta abajo.

Ahora bien, en lugar de hogares, llamemos países a estos entes, así se puede entender el concepto fundamental de un curso de pregrado de macroeconomía de una economía abierta. Se tiene un modelo para cualquier saldo en cuenta corriente de un país: los bienes y servicios que están siendo prestados o pedidos prestados por un país este año, hacia o desde otros países, respectivamente. Si se supone que ambos países son grandes, también se tiene la base de un modelo de tasa de interés real global, el precio que equilibra este mercado.

En esta teoría, el saldo en cuenta corriente –el flujo neto de capital real– es apenas una faceta del mercado para el intercambio intertemporal de bienes y servicios. Su contraparte e imagen de espejo, el saldo de la cuenta de capital, esta ahí pasivamente para apoyar el intercambio neto intertemporal de bienes. Los detalles de la cuenta de capital son irrelevantes para este resultado básico –se dejan de lado para recogerlos más tarde mediante la importación y ajuste en su totalidad a las teorías de diversificación estándar de las finanzas.³

³ Este punto de vista se encuentra claramente expresado

Finalmente, al entender la elegante simplicidad de este criterio, se tiene la base para una ley de ciencias e incluso lo que puede ser percibido como un imperativo moral con una autoridad tan inquebrantable como las leyes de la gravedad: el capital neto debe fluir naturalmente desde los países ricos de crecimiento lento, hacia los países de mercados emergentes de rápido crecimiento. O, nuevamente, el capital debe fluir cuesta abajo.

Este punto de vista alcanzó su apoteosis con el dominio del Consenso de Washington durante las crisis de los años noventa. Hasta ahora, a pesar de tres décadas de fuerte contradicción por resultados concretos, esta teoría todavía es la base para el análisis normativo de la macroeconomía internacional. Dada su incapacidad para ajustar su pobre desempeño, quizás es demasiado obvio observar que la teoría macroeconómica de la economía abierta, bien establecida en los libros de texto ha adolecido de falta de dinamismo por décadas.

Como una operación de participación retórica hasta que el mundo vea la luz y revierta los flujos de capital antinaturales, puntos de vista más generosos acerca del sistema, incluyendo nuestro propio enfoque, han sido descritos como revisionistas,⁴ engañosos,⁵ panglosianos,⁶ mercantilistas,⁷ reflexiones⁸ que fallan en ver que solo un equilibrio de terror financiero⁹ ha permitido al sistema desafiar la gravedad.¹⁰ Además podemos estar viviendo un momento de Wile E. Coyote (serie El Coyote y el Correcaminos)¹¹ al haberse agotado el combustible de nuestros zapatos-cohete marca Acme-China, antes de estrellarse

en los capítulos iniciales de Obstfeld y Rogoff (1996); texto principal en cursos introductorios de macroeconomía de una economía abierta. Ver también Obstfeld y Rogoff (1996).

⁴ Obstfeld y Rogoff (2004).

⁵ Eichengreen (2004).

⁶ Obstfeld y Rogoff (2005), Roubini (2007).

⁷ Aizenman y Lee (2005), Wolf (2005), Prasad y Wei (2005), Roubini (2007), p.4.

⁸ Truman (2005).

⁹ Summers (2004a,b). En un período anterior y más científico, se habría utilizado el menos geopolíticamente cargado “ganancias mutuamente beneficiosas del comercio”.

¹⁰ FMI (2007); Financial Times (2007); Roubini (2007). Krugman (2006), Rogoff (2007a).

¹¹ Krugman (2005). La imagen está para denotar burbuja e ilusión –cuando el Coyote corre hacia el cañón, permanece suspendido en el aire hasta el momento en que se da cuenta de ello y entonces cae. Esta imagen se ha repetido a través de la prensa financiera más alborotadiza. Ver por ejemplo *Financial Times* (2007).

en una nube de polvo en el fondo del cañón. Algunos economistas normalmente pro intercambio libre están tan comprometidos en dar por terminado el actual sistema global que como una táctica están proveyendo de material a los proteccionistas a través de sus argumentos macro.¹²

III. Las garantías y el problema del incumplimiento de la deuda soberana

En importantes sentidos, nuestro enfoque para entender el sistema monetario actual global es una extensión de la literatura existente sobre la deuda soberana. Esa literatura fue originalmente escrita como una respuesta a los incumplimientos de los años ochenta; y, de manera vergonzosa, a través de la mayoría de sus páginas se mostraba que un país en desarrollo tenía pocos motivos para pagar sus deudas internacionales. Sin embargo, al final de estas derivaciones desalentadoras un *deus ex machina* de suponer un costo suficientemente grande para no pagar fue impuesto para obtener el resultado más convencional de que tales países enfrentan techos de crédito pero, dentro de estas restricciones, pagarían y, por lo tanto, debían ser prestatarios netos de los países ricos. Este tipo de modelo se dejó varado en el centro del libro de texto de pregrado de la macroeconomía de una economía abierta.¹³ No obstante, la larga historia de los incumplimientos soberanos podría incidir para que sea el capítulo líder, a partir del cual se absorba mejor sus lecciones como los principios básicos que conducen las finanzas internacionales en la escala masiva que vemos hoy en día.

La literatura de la deuda soberana se inicia con la observación de que la incapacidad de hacer cumplir los contratos de deuda entre las fronteras soberanas, puede frustrar cualquier intento de aplicar un modelo de optimización intertemporal para las relaciones financieras entre países. El problema es identificar alguna amenaza creíble de un deudor soberano que asegure el pago y, a su vez, asegura que los intercambios

intertemporales son factibles a través de las fronteras. Por ejemplo, la amenaza de retener las ganancias de los intercambios intertemporales mediante la imposición de un embargo del préstamo o aún con el bloqueo del intercambio equilibrado bruto, a través de una represalia comercial, son amenazas unilaterales que podía hacer un país para inducir el pago de los deudores externos.¹⁴

Estos mecanismos de cumplimiento hipotéticos son atractivos porque preservan la mayoría de los resultados cualitativos importantes del modelo estándar de suavización del consumo intertemporal.¹⁵ El volumen de flujos netos puede estar sujeto a techos de crédito, y las crisis pueden darse cuando estos techos son obligatorios, pero dentro de estas restricciones, los resultados estándar todavía se mantienen. De manera más importante, el capital todavía fluirá desde los países ricos a los pobres.

Como proposiciones lógicas para hacer que el modelo intertemporal pueda ser usado en el desarrollo económico, no tenemos reparo en asumir tales amenazas. El principal problema con estos mecanismos de cumplimiento propuestos es que raramente han sido observados en la práctica. Sospechamos que estas amenazas no son creíbles porque perjudican al acreedor tanto como al deudor.¹⁶ Pero por ahora, es suficiente puntualizar que existe, hasta donde sabemos, muy poco sustento empírico para la conjetura de que estos mecanismos de cumplimiento han sido efectivos en proporcionar incentivos para que los países paguen sus deudas.

Las garantías proporcionan un mecanismo de cumplimiento alternativo bien probado. Es quizás sorprendente que las garantías no han sido tomadas en serio en un contexto internacional macro, dado que juega un papel central en los sistemas financieros internos, incluyendo el crédito a los hogares. Más adelante retomaremos nuestra opinión acerca del contenido empírico de las garantías en el sistema internacional. Por

¹⁴ El clásico moderno es Eaton y Gersovitz (1981).

¹⁵ Este punto es enfatizado en el artículo de Obstfeld y Rogoff (1996) para el *Handbook of International Economics*.

¹⁶ Por ejemplo, la idea de que los bancos en algunos centros *offshore* rehusarán aceptar los depósitos de los soberanos con el fin de negarles la opción de auto aseguramiento luego del incumplimiento, nos parece aún una amenaza menos creíble. "Esta estrategia puede ser especialmente relevante después del incumplimiento y puede impedir que cualquier monto positivo sea prestado al prestatario." Eaton y Gersovitz (1981) p.294.

¹² Bergsten (2007a, b). Goldstein (2005, 2007).

¹³ Tenemos en mente el libro de texto de pregrado de Obstfeld y Rogoff (1996). Los capítulos que preceden el capítulo 6, el cual se concentra en el incumplimiento de la deuda soberana, desarrolla el punto de vista del consumo intertemporal como la teoría central de la cuenta corriente, proporcionando principios fundamentales para pensar en el problema, y con implicaciones amplias respecto de los préstamos de los países ricos hacia los pobres.

ahora, enfatizamos la diferencia crucial entre un modelo motivado por un mecanismo de cumplimiento de garantías, en comparación con modelos guiados por la pérdida de ganancias del intercambio.

En primer lugar, las ganancias del intercambio tienen un valor presente relacionado con el valor futuro del mismo, pero no están íntimamente asociadas con los flujos de capital neto pasados o futuros. Al contrario, como lo definiremos, la garantía puede ser acumulada solo a través de las salidas de capital neto de un país pobre.

En segundo lugar, las ganancias del intercambio son simétricas para los países ricos y pobres, y esto hace un mecanismo de cumplimiento poco prometedor y no creíble.¹⁷ Pero la necesidad de garantías no es simétrica entre los países ricos y pobres. La esencia de las garantías es equilibrar los riesgos asimétricos asociados con los flujos de capital bruto de doble sentido que son equilibrados en un sentido contable. Si los flujos de capital brutos mejoran la eficiencia de asignar los ahorros de un país pobre en su propia inversión interna, el país pobre tiene un fuerte incentivo para promover dichos flujos, compensando los riesgos asimétricos asociados mediante la acumulación de garantías a través de las exportaciones netas de ahorros internos. La entrega de las garantías para compensar el desequilibrio de riesgo automáticamente crea un desbalance contable de los flujos brutos.

Dados los niveles actuales de ahorro en las economías emergentes claves, cualquier capital neto que pueda fluir desde los países ricos a los pobres, podría tener un impacto insignificante en el desarrollo, en comparación con los flujos brutos y el manejo y la tecnología que los acompañan. Nuestro punto de vista incluye como punto de partida, la falta de confianza financiera entre países de etapas de desarrollo muy diferentes, cuya negligencia es en sí el punto de partida del fracaso del modelo de consumo intertemporal como una teoría de desarrollo, hoy en día, tal como se señaló en las citas iniciales de este ensayo.

Es el papel activo de los flujos de capital brutos que generan crecimiento lo que enfatizamos, no su papel secundario de aseguramiento al poner en orden en la cartera de riesgo-rendimiento por medio de la diversificación. El supuesto clave

en nuestro marco es que gran parte de los ahorros intermediados por los mercados financieros internos en los países pobres no se transforma en capital productivo. La intermediación en estos mercados es equivalente a las transferencias desde los ahorristas hacia los beneficiarios preferidos incluyendo, por supuesto, al gobierno. Los flujos de capital internacionales brutos reemplazan los mercados financieros internos con una alternativa eficiente. En el modelo convencional, el papel de los flujos brutos es una idea tardía, una ampliación del nivel de bienestar ya establecido por el intercambio intertemporal en bienes. Desde nuestro punto de vista, el intercambio intertemporal en bienes es directamente un aspecto menor, no el mayor, de las finanzas internacionales globales del desarrollo.¹⁸ El intercambio neto en bienes no es una idea de último momento –pero su papel en el mejoramiento del bienestar descansa en su habilidad de fluir hacia arriba y de liberar los flujos brutos. Así, presentamos una teoría unificada de los flujos netos y brutos en un modelo de desarrollo.

1) Las garantías superan al modelo convencional

En el capítulo II del modelo convencional se apela como un paradigma macroeconómico básico al comportamiento del consumidor de pedir prestado en una economía dada. Pero ignora todas las instituciones de cumplimiento de los contratos financieros que actualmente permiten a los hogares endeudarse. Por supuesto, un hogar sin riqueza y garantías puede pedir prestado montos limitados de deuda revolvente de su tarjeta de crédito, con márgenes extremadamente altos. En ese mercado, los flujos de capital fluyen cuesta bajo desde los ricos hacia los pobres. Pero los incumplimientos son comunes; y no hemos escuchado muchas historias de hogares que hayan escapado de la pobreza usando tarjetas de crédito. A lo largo de la cadena alimenticia del crédito, un hogar que desea pedir prestado para adquirir una casa, primero necesita acumular un pago inicial –es decir, existe una etapa en la cual un hogar relativamente pobre con prospectos de ingresos crecientes, debe ser un prestamista al sistema antes de que sea un prestatario. Aun entonces su activo, la casa, incluido el depósito inicial, sirve como una garantía fuertemente exigible

¹⁷ Para una economía pequeña, podría ser impuesto de cualquier manera para mantener a los otros en línea. Pero este no sería el caso para un país deudor grande.

¹⁸ Para una estimación del impacto cuantitativo potencial del comercio en doble sentido en los activos financieros para el crecimiento económico ver Obstfeld (1994).

contra el crédito. En los mercados financieros internos, el acervo agregado de garantías es grande en relación con el flujo de crédito. Por lo tanto, se deduce que la mayoría de los contratos de deuda pueden ser y son garantizados, y que la oferta de garantías es rara vez una restricción agregada sobre el flujo de crédito.

En los mercados financieros internacionales, las garantías son difíciles de encontrar. La garantía ideal sería un activo de propiedad del deudor que podría ser incautado por el acreedor. En términos prácticos, esto significa que el activo puede estar en un país acreedor y que las cortes del país acreedor pueden y ejecutarán los términos del contrato.

Las garantías que se usan internacionalmente tienen varias características. Primero, no pueden ser, en sí, préstamos al país soberano que necesita crédito. Las reservas internacionales prestadas, que mantiene un gobierno deudor neto no pueden apoyar por sí mismas los flujos de capital brutos porque se evaporarían instantáneamente durante una crisis, y perderlas no impone un castigo neto sobre el país que está incumpliendo. Segundo, deben ser los activos de una organización gubernamental o cuasigubernamental porque son la única clase de activos que EUA han incautado o congelado. Tercero, deben ser mantenidos en EUA, preferiblemente como bonos del Tesoro estadounidense. La razón para enfocarse en EUA es porque de hecho este país incauta activos externos soberanos, aún en circunstancias geopolíticamente amenazantes.¹⁹ Para conocer la historia moderna de estas incautaciones, ver el apéndice.

Este tercer punto ha generado una gran confusión. Nuestro criterio es que una parte sustancial del déficit en cuenta corriente de EUA respalda una acumulación de garantías para cubrir los riesgos soberanos que rodean la inversión extranjera directa que fluye, por ejemplo, a China. Varios observadores han argumentado que esto no se ajusta a los hechos porque las inversiones directas en China, por ejemplo, pertenecen en primer lugar a inversionistas no estadounidenses en China.²⁰ ¿Por qué, argumentan ellos, podría un inversionista japonés beneficiarse de las garantías mantenidas por China en EUA? ¿Si las garantías son importantes, no deberían estar los

activos que fungen como garantías en Japón? Para lo macro, los eventos de expropiación geopolíticos que pensamos están siendo cubiertos por tales garantías, no podemos imaginar al gobierno de Japón incautando los activos del gobierno chino que se mantienen en Japón. Ciertamente, EUA tiene un récord de rastreo más grande y amplio para incautar activos gubernamentales externos en las condiciones geopolíticas correctas.

Por lo tanto, se deduce que las reservas chinas que se mantienen en el Japón tendrían poco valor como garantías. En realidad, parece claro que el dólar es la moneda de reserva dominante debido a la jurisdicción de EUA, no solo el dólar estadounidense, sino los activos proporcionan servicios de garantía confiables para los gobiernos extranjeros. Esto es, el recaudador de garantías, en este caso el gobierno de EUA, incautará de modo más creíble y redistribuirá las garantías en relación con cualquier otro país soberano, bajo perturbaciones de política interna y geopolíticas diversas.

En una serie de trabajos, Caballero y Krishnamurthy (2000), Caballero (2006), y Caballero et al. (2007) han explorado las implicaciones de las garantías privadas para las transacciones internacionales. En particular, muestran que las diferencias en la capacidad de los países para producir activos que puedan usar como garantías privadas pueden generar el patrón de tasas de interés reales bajas y desequilibrios duraderos en la cuenta corriente observados en los últimos años. Desde el inicio, nuestro trabajo también ha resaltado la necesidad de explicar tanto los déficits grandes y persistentes en la cuenta corriente de EUA como la capacidad del país para pedir prestado a muy bajas tasas de interés reales. Además, pensamos que están en el camino correcto en el sentido de que los bajos rendimientos reales sobre los activos en dólares son consistentes con los servicios de garantías generados por los activos financieros estadounidenses. Pero nuestro enfoque se basa en la idea de que los servicios de garantías ofrecidos por los activos estadounidenses, son atractivos para los gobiernos de mercados emergentes más que para los residentes privados de tales mercados.

No nos resulta claro cuál sería la contraparte empírica de su concepto de garantías. Ellos mencionan los ingresos por exportaciones que podrían ser incautados por los residentes de los países acreedores. Pero pensamos que este concepto es muy limitante dado que incluirá solamente cuentas por cobrar sobre bienes ya entregados al país

¹⁹ Cualquier otro país que realizase estas prácticas también podría servir como depositario y recaudador de garantías.

²⁰ Prasad y Wei (2005). Eichengreen (2005).

acreedor. De hecho, el petróleo entregado y almacenado en EUA ha sido utilizado para garantizar préstamos internacionales. Sin embargo, no creemos que esta idea pueda ser impulsada para que se incluyan las cuentas por cobrar de las exportaciones futuras. Evidentemente, el deudor puede desviar, con algún costo, las exportaciones hacia otro destino o mantener los bienes internamente. En efecto, este tipo de garantías resulta equivalente a la pérdida en ganancias futuras del intercambio que ya es el castigo dudoso que se encuentra en el centro de la literatura de la deuda soberana.

Nuestro criterio es que resulta importante considerar las garantías internacionales del país como un bien público para sus residentes. No obstante, estamos totalmente de acuerdo con las lecciones de estos trabajos sobre la posición central de varios conceptos de garantías para entender el actual sistema monetario internacional.

Nos resulta más lógico mirar hacia atrás para las garantías que hacia adelante. ¿Se puede comprometer a las exportaciones pasadas como garantías? Esto se asemeja a una fuente estéril, porque esos bienes ya pertenecen a alguien más en el país acreedor. Sin embargo, las exportaciones pasadas pueden ser movilizadas como garantías.

Si han existido exportaciones netas de bienes hacia un país más desarrollado, alguien en el país emergente posee un activo internacional, el cual puede ser vulnerable a las cortes en el país acreedor. No obstante, existen muchos problemas con las garantías privadas. Para cubrirse ante un incumplimiento iniciado por su gobierno, cada prestatario privado no residente del país emergente tendría que guardar activos en EUA equivalentes en valor a las obligaciones brutas de los no residentes y con una cláusula de que podrían ser tomados ante tal incumplimiento. En este sentido, los mercados de crédito nacional deben examinar, de mejor manera, a los residentes de los países pobres para financiar sus inversiones locales porque su acervo de garantías internas puede ser utilizado para reducir los costos del endeudamiento local.

Esto, naturalmente, sugiere el potencial de un gobierno de un país pobre para proporcionar un acervo de garantías *offshore* socialmente útil para sus residentes privados, en especial si el gobierno puede ser él mismo la fuente esperada de un episodio de crédito macro. Varios acuerdos institucionales deben establecerse para que dicho acervo sea usado en realidad como garantía.

Primero, unos cuantos eventos bien definidos tendrían que accionar el acuerdo de garantías implícito. En ese sentido, el evento no debería ser el incumplimiento de un deudor individual privado. La ley estadounidense es muy clara en el sentido de que un incumplimiento por parte de un individuo no residente no le da el poder a sus cortes para incautar los activos de un tercero no residente, incluyendo al gobierno no residente.

Sin embargo, si el gobierno no residente incauta activos de EUA o de otros países en ese país –por ejemplo, inversión directa estadounidense– por razones geopolíticas o populistas, el gobierno de EUA puede bloquear o incautar los activos del gobierno extranjero en EUA. No existe duda respecto a que el gobierno de EUA tiene la autoridad legal para hacerlo, y, como se explica en el apéndice, lo ha hecho muchas veces en el pasado.

¿Por qué un gobierno de un país pobre colocaría sus activos de manera peligrosa si planea incautar inversiones extranjeras? No lo haría y ese es el punto. La razón por la que los países pobres poseen montos muy grandes de activos estadounidenses en sus reservas, es porque proporcionan servicios de garantías. El gobierno de un país pobre podría desplazar sus activos fuera de EUA, pero esto provocaría una liquidación de los contratos garantizados y un término a la adquisición de nuevos. En el caso de China, esto significaría el fin de su estrategia de desarrollo orientada a las exportaciones.

¿Es necesario que cualquier inversionista privado espere obtener algo de las garantías incautadas o bloqueadas del gobierno de EUA? No. Algunos lectores pudiesen pensar en los activos del gobierno pobre en EUA como rehenes. El efecto sobre el incentivo del gobierno acreedor para incumplir con los inversionistas extranjeros directos no depende de si el gobierno de EUA traspasa los activos incautados, aunque lo ha hecho en el pasado a los demandantes del gobierno incumplido. El inversionista extranjero directo no está protegido directamente pero se beneficia de la reducción en el rango de eventos que pudieron provocar el incumplimiento. Bloquear el acceso a los rehenes podría no beneficiar a los actores privados, pero es todavía un incentivo para portarse bien.

¿Es importante que la mayoría de los inversionistas no sean residentes de EUA? Una vez más, no. Ellos solo tienen que suponer que EUA reaccionarán al incumplimiento de un gobierno de un país pobre. Resulta claro que esto no es una garantía muy buena cuando se compara con los

acuerdos de garantías en un contexto nacional. Pero esto significa que un país pobre necesitará aún más de él que el sector privado de un país industrial para sustentar el intercambio bruto en ambos sentidos de los activos financieros. Al fin y al cabo, efectuamos una pregunta simple.

¿Los inversionistas internacionales tienen más confianza en sus derechos de propiedad en (1) un país con un gobierno con una deuda externa grande o (2) un país similar con un gobierno que es acreedor neto del resto del mundo? Si su intuición es que (2) es la respuesta correcta, debe al menos estar interesado en las implicaciones de un sistema basado en garantías. Para ponerlo rigurosamente: China es un país comunista con la posibilidad de cambios políticos internos serios y un potencial de problemas geopolíticos futuros con los países industrializados que todos preferirían evitar. Así, los inversionistas privados de un país industrial fácilmente colocan grandes montos de IED en China. Obtienen altos ingresos actuales y ganancias de capital a partir del acceso privilegiado a trabajo barato y de la naturaleza subsidiada del sistema.

¿Pero por qué tienen confianza en que se les pagará? Porque, en el agregado, el capital se encuentra de hecho en los países industrializados, no del todo en China, y la mayoría en EUA –están obteniendo un alto rendimiento sobre el capital que está inmunizado contra las masivas perturbaciones geopolíticas o de política interna.²¹ Hablando con clientes, hemos escuchado que nadie ha realizado explícitamente sus cálculos de inversión sobre la base de estas garantías implícitas –pero en todo caso tienen confianza en la seguridad de sus inversiones. Tomamos esta confianza como una forma reducida de las garantías que da la continuación del sistema total.

2) *El intercambio bruto en los activos: ¿por qué es beneficioso? ¿por qué es el riesgo asimétrico?*

La movilización de la intermediación financiera

²¹ En un trabajo reciente, Prasad, Rajan y Subramaniam (2007) han mostrado que los países en desarrollo que exportan capital neto tiene un mejor desempeño en su crecimiento que aquellos que importan capital. Rechazan nuestro punto de vista de que esto tiene algo que ver con los beneficios de las garantías con este mismo argumento. Se preguntan “por qué, por ejemplo, podría Corea o Taiwán encontrar comodidad cuando realizan inversiones directas en China, si China mantiene grandes montos de títulos del gobierno de los Estados Unidos?”, p. 30. Nuestra respuesta es que estos rehenes son un bien público tal como lo sería, por ejemplo, un paraguas militar.

a los mercados financieros internacionales puede ser el prerequisite más importante para el desarrollo económico. El patrón normal es que los ahorros internos en los países pobres se queden en casa y que sean asignados por los intermediarios privados y del gobierno a la formación de capital nacional. Estos mercados a menudo desperdician una gran fracción de los ahorros que intermedian en el sentido de que el acervo de capital resultante se usa poco en la producción de bienes y servicios competitivos. Así, en un intento por escapar de la represión financiera, al trasladar 10% de los ahorros internos offshore para que sean intermediados por intermediarios extranjeros y reexportados de regreso a la economía en desarrollo a través de la IED, podría dar como resultado un aumento mucho mayor que 10% en la formación efectiva de capital interno.

Pero este balance contable de las transacciones en activos crea un desequilibrio de riesgos para los residentes de los países ricos y pobres. El país rico probablemente no incautará los activos de los extranjeros por un capricho populista. De hecho, probablemente se enriquecen mediante el respeto a los derechos de propiedad. Los gobiernos de los países pobres a menudo intentarán ejercer su poder soberano para expropiar la inversión extranjera por razones populistas o geopolíticas. En el ejemplo numérico que exponemos más adelante, parte de este incentivo simplemente refleja la productividad muy superior de la inversión extranjera en el país pobre y sus consiguientes ganancias grandes de capital.

Dado que el gobierno de un país pobre bien intencionado no puede distinguirse fácilmente de un expropiador populista o prevenir el surgimiento futuro de uno de ellos, esto crea una distorsión que bloquea la trayectoria de la entrada de grandes capitales brutos y el rápido desarrollo. El sistema tiene que superar esta distorsión antes de que los residentes de los países pobres puedan beneficiarse totalmente de la intermediación financiera internacional eficiente.

3) *Acumulación de reservas y garantías*

En esta sección, actualizamos y expandimos los cálculos que sugieren que las reservas de los mercados emergentes son garantías para los pasivos brutos de acciones para los no residentes. Reproducimos y ampliamos los datos publicados en nuestro estudio del 2004c; y mostramos que cerca del doble de las reservas chinas entre el

2003 y el 2006 es consistente con esta interpretación de las garantías. Esta es una prueba fuera de muestra porque usamos la misma metodología y parámetros como en nuestro primer trabajo. Además, mostramos que los datos para cuarenta y nueve mercados emergentes son consistentes con la misma metodología y parámetros.

Resulta útil comparar el contrato implícito entre el centro y la periferia con un contrato de derivados estándar: un swap de rendimiento total. Este swap es una promesa de una parte, de pagar el rendimiento total (ganancias de capital más dividendos) sobre el monto nocional de un activo como una acción o un índice de acciones durante un intervalo futuro a cambio de recibir el ingreso fijo del nocional principal sobre el mismo intervalo. El aspecto interesante de dichos contratos para nuestro argumento es que a la parte menos confiable de contrato se le requiere a poner garantías por pérdidas potenciales ciertas o potenciales por efectos de valoración a precios de mercado. Fallas en la provisión de garantías ponen fin al contrato, efectivamente una cancelación del principal de ambos lados y la toma de las garantías para cubrir al menos el valor actual de mercado.

La aplicación de este acuerdo contractual al sistema monetario internacional es directa. El país emergente receptor de la inversión de acciones promete pagar el rendimiento total sobre dicha inversión. Debido a que existe una salida neta de capital desde el país emergente, las entradas de acciones son más que financiadas por una demanda contra la hoja de balance del resto del mundo. En el caso más simple, estas demandas adoptan la forma de pasivos de ingreso fijo del resto del mundo. Esto reproduce exactamente la estructura básica de un swap de rendimiento total sobre la acción.

El pecado original del país emergente es que sigue siendo un riesgo de crédito y que el valor presente esperado del swap tendrá que hacer juego con las garantías, así como alguna cobertura adicional para una valoración futura del riesgo. ¿Pero cuánta garantía se necesita, y qué forma debe tomar?

En típicos swaps de rendimientos totales del sector privado, las garantías están determinadas multiplicando la volatilidad potencial del activo subyacente durante los próximos diez días por un factor dependiente del riesgo crediticio de la contraparte. Para un swap de rendimiento total sobre una acción estadounidense altamente líquida, un fondo de cobertura (menos confiable)

sería pedido para 15%, para el índice S+P se requeriría 10% de garantías; para swaps que involucran acciones chinas se requeriría 50% del margen inicial.

Pero esto es solamente el requerimiento de garantías inicial para una inversión nueva. Si, como parece probable, el rendimiento total sobre la inversión directa excede el rendimiento sobre el tramo de interés fijo, debe garantizarse diariamente 100% de la ganancia a precios de mercado sobre los contratos privados. La implicación es que, además de las garantías requeridas para el nuevo flujo de la inversión directa, la ganancia a precios de mercado sobre el acervo de la inversión directa requiere un margen de variación adicional.

La implicación mecánica pero importante es que una estrategia de desarrollo exitosa –donde la inversión amortiza con grandes rendimientos– genera ganancias de capital sobre la inversión directa y por lo tanto un crecimiento rápido de los saldos de garantías.

Podemos percibir la importancia económica de estos efectos estimando las garantías que requerirían los inversionistas privados para la inversión directa en China y otros mercados emergentes. La primera fila del cuadro 1 muestra datos anuales para el flujo acumulado de inversión de acciones extranjeras en China entre 1991 y 2006. La fila 2 muestra el valor a precios de mercado de la IED acumulada suponiendo 10% de ganancia de capital sobre el acervo de inversión del año anterior. La fila 3 muestra las nuevas garantías iniciales que se requerirían para el flujo de inversión directa en cada año suponiendo que el contrato agregado implícito conlleva 50% de garantías requeridas para los swaps de rendimientos totales privados con China. La fila 4 muestra el nuevo margen de variación requerido cada año para la ganancia neta de capital sobre el acervo de inversiones en acciones. Esto supone que existe 100% de garantías requerido para las ganancias a precio de mercado.²² El acervo de garantías acumulado implícito se muestra en la fila 5. En el 2006, el acervo de garantías sería de USD 912 mil millones, un monto mayor que el valor en libros de la inversión directa debido a las ganancias de capital.

El acervo de reservas internacionales se muestra en la fila 6. En el 2006, el acervo fue alrededor de USD 1,069 mil millones, evidentemente el

²² En nuestro estudio (2004c), no incluimos *ganancias sobre ganancias* en este cálculo. Este error es corregido aquí.

CUADRO 1. CHINA: GARANTÍAS Y RESERVAS, 1991-2006. MILES DE MILLONES DE USD

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IED acumulada en libros	4	11	36	70	104	144	192	233	271	315	354	403	457	521	610	703
IED valorada a precios de mercado	4	12	37	75	117	169	233	298	365	446	529	631	749	888	1,065	1,265
Margen inicial 50%	2	4	12	17	17	20	24	21	19	22	19	25	27	32	44	47
Margen inicial 100%	0	0	1	4	8	12	17	23	30	37	45	53	63	75	89	106
Garantías – acervo total	2	6	19	40	67	97	137	181	230	289	352	430	520	627	760	913
Acervo de reserva	22	21	22	53	75	107	143	149	158	168	216	291	408	615	822	1,069

FUENTE: IIF, Deutsche Bank.

NOTA: diferencias debido al redondeo.

orden correcto de magnitud si interpretamos los activos de reserva del gobierno como la medida primaria de las garantías.²³

El cuadro 2 muestra los mismos cálculos para cuarenta y nueve mercados emergentes contenidos en la base de datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF). El resultado sorprendente es que una vez más existe una correspondencia cercana entre el nivel y el crecimiento de las acumulaciones de reservas para este conjunto diverso de mercados emergentes y los requerimientos de garantías para sus entradas de inversiones en acciones extranjeras brutas.

En las gráficas I y II, hemos trazado las dos últimas filas de los cuadros 1 y 2, respectivamente. Estas gráficas muestran los niveles de los acervos de las reservas en moneda extranjera y nuestras estimaciones de los acervos requeridos de garantías contra la IED en China y en un agregado de 49 mercados emergentes. Lo hemos colocado en una escala logarítmica y así no hay distracción por el explosivo crecimiento en los últimos años. Es evidente de las gráficas que en China, los requerimientos de garantías han sido consistentes con la acumulación de reservas desde 1993. La línea punteada vertical en la gráfica II muestra que los años recientes, que se aumentaron, fuera de la muestra 2004-2006, son completamente

consistentes con el criterio de garantías. Del mismo modo, la gráfica II indica que para el agregado de los mercados emergentes los requerimientos de garantías han sido consistentes con el nivel de tenencias de reservas desde 1998.

La naturaleza social de las garantías es tan obvia que es difícil de apreciar. Si el centro no puede incautar bienes o activos después de un incumplimiento, tiene que importar los bienes y servicios antes del incumplimiento y crea una obligación neta. Si entonces la periferia incumple en la mitad de su contrato implícito, el centro puede simplemente incumplir en su obligación bruta y conservar las garantías. El superávit de la cuenta corriente de la periferia proporciona las garantías para sustentar la intermediación financiera que se encuentra en el corazón de las estrategias de desarrollo. El interés pagado en la posición neta no es más que el interés usual libre de riesgo pagado en las garantías.

IV. Bretton Woods II continua y continua y...

Las predicciones centrales de la interpretación de Bretton Woods II del sistema monetario internacional permanecen intactas. El gran déficit de cuenta corriente de EUA ha sido y generalmente se espera que sea financiado por países de mercados emergentes del bloque del dólar, a tasas bajas de interés reales por muchos años más, como lo señalan las tasas bajas de interés reales del

²³ Ver Dooley (2000) para una discusión de medidas alternativas de las garantías contra las inversiones en mercados emergentes y el papel de éstas en las crisis financieras.

CUADRO 2. TODOS LOS MERCADOS EMERGENTES: GARANTÍAS Y RESERVAS, 1991-2006. MILES DE MILLONES DE USD

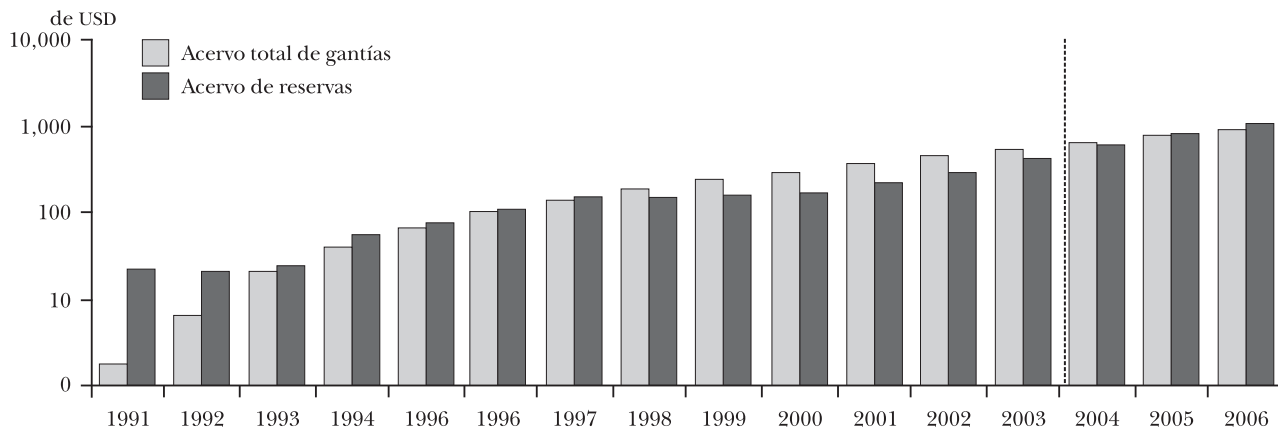
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IED acumulada en libros	19	47	93	190	290	399	528	679	819	995	1,166	1,329	1,458	1,613	1,813	2,083
IED valorada a precios de mercado	19	49	100	207	327	469	646	860	1,086	1,371	1,680	2,011	2,341	2,729	3,202	3,793
Margen inicial 50%	10	14	23	49	50	55	65	75	70	88	86	82	65	77	100	135
Margen inicial 100%	0	2	5	10	21	33	47	65	86	109	137	168	201	234	273	320
Garantías – acervo total	10	25	53	112	182	269	381	521	677	874	1,096	1,346	1,611	1,922	2,296	2,751
Acervo de reserva	183	231	297	354	461	553	594	640	692	765	852	1,033	1,363	1,804	2,224	2,811

FUENTE: IIF, Deutsche Bank.

NOTA: diferencias debido al redondeo.

GRÁFICA I. CHINA: GARANTÍAS Y RESERVAS, 1991-2006 (en escala logarítmica)

Miles de millones de USD



mercado a largo plazo. Las bajas tasas en EUA y en otros países industriales sostienen los precios de los activos que parecen altos ante los estándares históricos en esta etapa del ciclo económico pero son totalmente consistentes con la combinación inusual de bajas tasas de descuento del mercado en un período de rápido crecimiento, altas utilidades e inflación baja. En este entorno, los riesgos de crédito son bajos en el caso de proyectos muy antiguos, los diferenciales de crédito reflejan este hecho.²⁴

²⁴ A una tasa de interés real alta, los proyectos marginales sobre la eficiencia marginal de la curva de inversión son riesgosos por su naturaleza. Si la tasa de interés de largo plazo cae de repente, se vuelven en inframarginales; y en un rango nuevo completo de proyectos que previamente parecían como perdedores se vuelven provechosos y aún de

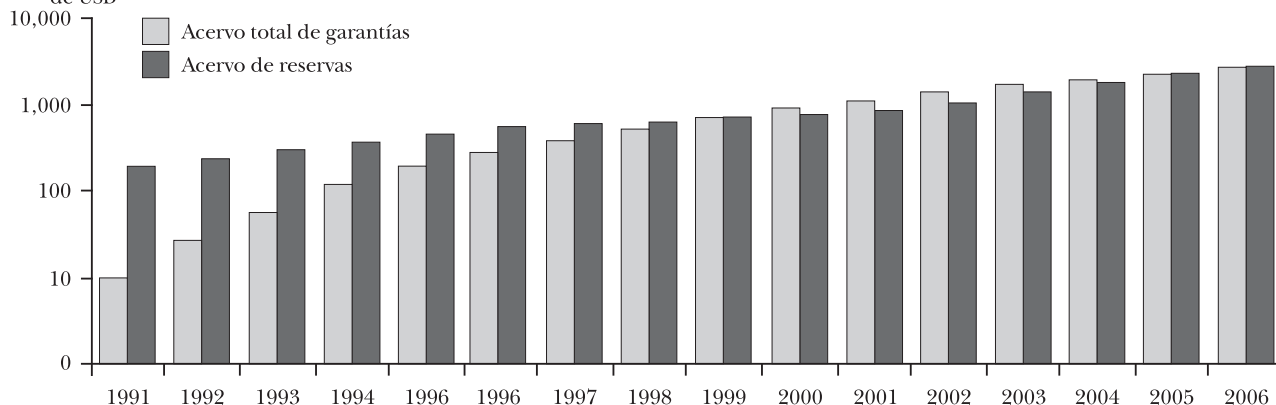
Por supuesto, la literatura académica y la prensa financiera están actualmente llenas de opiniones desechables, si alguna vez con autoridad sobre cómo el sistema acabaría pronto por su propio peso. Durante muchos años, sin embargo, los proponentes de la teoría convencional de libro de texto han, con determinación,

bajo riesgo. Los diferenciales en proyectos antes emprendidos entonces se limitarían. Eventualmente, los proyectos inframarginales se agotarían, y una nueva cosecha de proyectos marginalmente riesgosos se emprenderían a una tasa de interés baja. El rendimiento del riesgo se reflejaría en un rendimiento para ampliar los diferenciales de crédito para estos proyectos marginales acumulados. Por supuesto, proyectos antiguos bien diseñados pueden siempre hacerse financieramente más riesgosos a tasas bajas apalancándolos con la adquisición de la mayoría de acciones.

GRÁFICA II. TODOS LOS MERCADOS EMERGENTES: GARANTÍAS Y RESERVAS, 1991-2006 (en escala logarítmica)

Miles de millones

de USD



sostenido su adhesión al modelo. Antes, afirmaban que el sistema se ajustaría naturalmente en el mediano plazo con una gran depreciación del dólar.²⁵ Cuando esto no sucedió, produjeron largas listas de razones de por qué puede colapsar en cualquier momento: economías que exportan ahorros se sobrecalentarían, los sectores oficiales ya sea en los países exportadores o importadores de ahorros reaccionarían al efecto negativo sobre sus economías, los especuladores privados pondrían en funcionamiento el sistema, o el proteccionismo o la geopolítica lo conducirían a un fin.

La idea de que el sistema que describimos es intrínsecamente inestable es lógicamente deficiente, desde nuestro punto de vista, y en cualquier caso no ha sido apoyado por los eventos de los últimos siete años. Los bancos centrales no han reducido la tasa a la cual han acumulado reservas, y no han diversificado sus activos fuera de los dólares.

En esta sección, brevemente resumiremos esta lista de inminentes catástrofes o fundamentos y los comentaremos. En la mayoría de los casos, nuestros comentarios serán breves, y proporcionaremos referencias de publicaciones donde hemos discutido estos temas con mayor detalle. En pocos casos, proporcionaremos una crítica más amplia.

²⁵ Ahora estamos en el octavo año desde que Obstfeld y Rogoff (2000) proclamaron la insostenibilidad del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, una época económica estimada por cualquiera. Si bien actualizaron y repitieron la advertencia en Obstfeld y Rogoff (2004) y la entregaron a la prensa financiera más alborotadiza (2004), no existe todavía un final a la vista.

1) Reservas preventivas a raíz de la crisis asiática

El fundamento inicial para las exportaciones netas de ahorros fue que los países asiáticos estaban construyendo excesivamente montos grandes preventivos de reservas en moneda extranjera en respuesta a la crisis de Asia de 1997. Una vez que se dieran cuenta que habían acumulado más de lo suficiente ellos se detendrían, lo que eliminaría así los desequilibrios no naturales y revertiría las bajas tasas de interés. Como los bancos centrales han mantenido y aún han acelerado su acumulación de reservas en años recientes, esta historia se ha desvanecido pero permanece en el centro de la investigación.²⁶

2) El despilfarro estadounidense

Este argumento reflejó el criterio de que los desequilibrios de la cuenta corriente de EUA fueron conducidos por demandas excesivas del país por el capital extranjero debido tanto a los ahorros privados decrecientes como al cambio del saldo fiscal desde un exceso pequeño hacia un déficit.²⁷ Así, si sólo se requiere un cambio en la política fiscal estadounidense para llevar a cabo el ajuste. Si esto fuera cierto, el resultado debió haber sido un aumento en las tasas de interés mundiales y de EUA, no el dramático descenso que ha persistido. Así, no es un salto gigante para concluir que, muy al contrario, hemos observado predominantemente un fenómeno de oferta de ahorro neto. También, el déficit fiscal estadounidense es un poco diferente de aquellos de los

²⁶ Ver Durdu *et al.* (2007).

²⁷ Para una versión reciente, ver Rogoff (2007). También, Summers (2007). Frankel (2006) sintetiza este criterio.

principales países de la UE y mejor que el de Japón ante un mejor desempeño del crecimiento nominal y real durante los últimos cinco años. Finalmente, como el déficit fiscal de EUA cayó significativamente, el déficit en cuenta corriente se amplió. No hemos escuchado más ya esta historia tan estridentemente promocionada, pero la política fiscal estadounidense restrictiva todavía está en el tablero como parte del ajuste global.

3) *China se sobrecalentará*

Este argumento fue probado primero en el mercado en el 2003 cuando la inflación de China se movía al alza desde -0.8% en el 2002 a por encima de 3% en el 2004.²⁸ El argumento es el estándar que indica que la esterilización de una gran intervención de divisas es imperfecta y eventualmente fracasará, lo que conduciría a una rápida inflación. Esto entonces forzaría al fin de la política. No ha sucedido esto en los cuatro años desde que fue planteada. Claramente, existen presiones en la economía, pero están canalizadas por todos los viejos trucos de asignación centralizada: controles de capital, controles en la asignación del crédito, encajes, y regulación. Con la tasa de crecimiento más reciente de 11% y la tasa creciente de compras de moneda extranjera, las alarmas de sobrecalentamiento han surgido de nuevo en un intento de una secuela. Parece que existe un ciclo de cuatro años en este cancionero clásico.²⁹

4) *Dado que Japón tiene motivos diferentes a los de China, el sistema finalizará cuando Japón detenga la intervención*

Este argumento surge en el 2003 y a inicios del 2004 cuando Japón intervino en los mercados de moneda extranjera con montos sin precedentes con la finalidad de salir de su recesión y deflación. Pero cuando el ministerio de finanzas suspendió la intervención después del primer trimestre de 2004, la política de tasa de interés cero

²⁸ Goldstein y Lardy (2003, 2004) discutieron esto en términos de las distorsiones en el sistema financiero, la dificultad en la esterilización, y el auge inevitable, el duro aterrizaje del ciclo de que la subvaloración del tipo de cambio fue provocado. Greenspan (2005) también hizo este argumento en el testimonio ante el Congreso, aunque no como urgente.

²⁹ Roubini (2007) es la versión más reciente de este argumento.

continuó, y el sector privado tomó la bandera y continuó exportando capital a una tasa de 3.7% del PIB. Efectivamente, la intervención había puesto un piso al yen, lo cual desarrolló un intercambio menos riesgoso. Nuevamente, la predicción de fallecimiento del sistema probó ser prematura.

5) *Demasiado riesgo por la valoración a precios de mercado por reservas excesivas*

La inevitable apreciación de las monedas asiáticas impondrá grandes pérdidas de monedas nacionales en los bancos centrales y los ministerios de finanzas. Por lo tanto, pararán la intervención pronto en lugar de enfrentar su desastre político y económico acumulado. Para algunos países, por ejemplo, Corea, las pérdidas de la apreciación permitida creó problemas políticos y forzó la cesación en la intervención, pero no permanentemente, al darse cuenta de que Corea se estaba volviendo menos competitiva. China, por el otro lado, aceleró su acumulación de reservas. En Japón, con el yen alrededor de 120, no se ha realizado pérdida alguna en sus intervenciones entre el 2003 y 2004; y el propio sector oficial ha registrado ganancias del intercambio. La mayoría de los macroeconomistas occidentales con voz han alertado a China de este problema. Pero esto no ha movido a China y nos parece claro que existen motivos para el gobierno chino que son más importantes que la optimización del valor de sus reservas.

6) *El cambio del régimen del tipo de cambio de China es el inicio del final*

Este movimiento, de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio móvil en julio de 2005, fue visto como el inicio de la inevitable ruptura del sistema. Dada la apreciación inicial nominal de 2.1%, el renminbi se ha apreciado 5.8% más con relación al dólar, pero el tipo de cambio ponderado por el intercambio real se ha depreciado, y China ha aumentado dramáticamente sus intervenciones en la moneda extranjera.

7) *El sector privado global recurrirá a los bancos centrales que apoyan al sistema*

Reconociendo la alta probabilidad de apreciación, se esperaba que el sector privado se lance en ataques de compra en los bancos centrales que estaban manteniendo sus monedas débiles

mediante la intervención.³⁰ La presión colocada en los bancos centrales para esterilizar y evitar el sobrecalentamiento sería insostenible y el sistema quebraría. Es evidente que los controles han sido suficientes para prevenir esto o los bancos centrales han estado dispuestos a mantener el sistema aun a un costo adicional.

8) *Diversificación de las reservas*

Eichengreen (2004) divulgó un criterio histórico y de teoría de juegos de la presión para la diversificación de reservas entre países con superávit. Dado que el dólar inevitablemente se depreciaría, y en seguida según el punto de vista convencional, el sistema fue sumamente frágil y sería derrumbado por una corrida por los propios bancos centrales desde el dólar hacia el euro o aun el yen. La prensa financiera captó este criterio y por un momento un estilo de debate de moda en las conferencias académicas fue lanzar un puñado de titulares anunciando el inminente fin de la era.³¹ Esta fue en efecto una actividad de autorrespaldo –la prensa financiera generalmente estaba citando las opiniones de aquellos que ondeaban los titulares.

Todo este discurso de un colapso del dólar estadounidense inminente alcanzó un crecimiento a finales del 2004 con el euro en USD 1.36. Dos años y medio más tarde, los bancos centrales en general todavía no han diversificado significativamente, y en conjunto han acelerado sus adquisiciones de reservas. El euro está de nuevo cercano a USD 1.36 debido a los ciclos económicos no cíclicos, tras haber fluctuado en su mayoría entre USD 1.20 y USD 1.28 en los años anteriores. El yen desde entonces se ha depreciado en alrededor de 15% contra el dólar. Las monedas asiáticas, en particular el renminbi, se han apreciado en términos nominales en medio de intervenciones sin precedentes de la moneda extranjera, una vez más y sobre todo el dólar. Pero excepto para el won, los tipos de cambio real se han movido muy poco.

El argumento de la diversificación de reservas

³⁰ Ver Obstfeld (2005).

³¹ Ver Eichengreen (2004). Desde nuestro punto de vista, el actual sistema no sufre de la misma fuente de inestabilidad como el sistema de Bretton Woods original. En este sistema, los Estados Unidos fueron obligados a intercambiar oro por dólares a un precio fijo, un compromiso que condujo a una inestabilidad sistémica. En el actual sistema, el activo de reserva alternativo, el euro, no está fijado artificialmente al dólar.

ha sido frecuentemente usado de lado y lado con el argumento de pérdidas a precios de mercado citado anteriormente. Pero si en efecto las monedas, como el renminbi, empiezan a apreciarse de manera dramática, quizás también se apreciarán fuertemente contra monedas como el euro.³² Para nosotros, la idea fija de la diversificación tiene el aspecto de un juego marginal, si no de pérdida.³³

9) *El alto precio del petróleo quebrará el sistema*

Otra argumentación popular entre los proponentes del modelo estándar es que el aumento en el precio del petróleo ha disfrazado el colapso del régimen de Bretton Woods II debido a que Asia no es más ya el principal apoyo financiero del sistema. Resulta claro que una parte significativa del déficit en cuenta corriente de EUA en el 2005 y 2006 fue para pagar un petróleo más costoso. También es claro que los exportadores de petróleo contabilizaron más acumulación de reservas que otros mercados emergentes en el 2006. Nuestra conclusión, idéntica a aquella de todos, es que EUA y todos los demás importadores de petróleo deben haber financiado parte de sus actuales déficits en cuenta corriente con las inversiones de los países exportadores de petróleo.

Pero esto no ayuda a responder la pregunta de qué sucede cuando los precios del petróleo se estabilizan. Pensamos que nada le sucedería al sistema de Bretton Woods II. Estamos de acuerdo en que los países de la OPEC al fin y al cabo empezarán a consumir sus nuevos niveles de reserva. Cuando esto suceda, esperamos que EUA tengan un déficit en cuenta corriente más pequeño, las tasas de interés serán más altas, y las inversiones de la OPEC en activos en dólares también disminuyan.³⁴ Así, la aseveración de esto por sí mismo quebraría la relación sistémica entre EUA y los otros mercados emergentes.

10) *Uso de la identidad ahorro-inversión para realizar inferencias conductistas*

Un argumento importante que ha sido usado

³² Sobre este punto, ver nuestro análisis de la dinámica del sistema, *Living with Bretton Woods II*, capítulo 4 en nuestro estudio (2005d).

³³ No obstante, en una especie de proyecto SETI de último día, se ha comenzado en una industria de *vigilancia de la composición de las reservas*.

³⁴ Otra vez, ver *Living with Bretton Woods II* para nuestro análisis de este tema.

para apoyar al modelo convencional se basa en la identidad ahorro-inversión. Un desequilibrio en cuenta corriente de un país es idénticamente igual a la diferencia entre la inversión nacional y los ahorros internos. El déficit en cuenta corriente del mundo es equivalente a cero. De ahí que debe ser posible explicar cualquier cambio en el patrón de las cuentas corrientes por cambios en el ahorro e inversión en cada región.³⁵

En años pasados, el cambio dominante ha sido una caída en la relación inversión a PIB en los mercados emergentes y una caída en la tasa de ahorro en EUA. Esto ciertamente funciona de modo que un desplazamiento *ex ante* en la tasa de inversión en los mercados emergentes podría ser compensado por una caída independiente en los ahorros en EUA. Además, el ingreso no se afectaría en cualquiera de las regiones.³⁶

Existen tres argumentos. Primero, sería notablemente fortuito para estos eventos que ocurran de manera independiente. Dada una caída en la inversión *ex ante* en los mercados emergentes, los economistas en general habrían esperado una caída en el ingreso en estos países y una caída en los ahorros *ex post* para equilibrar las cosas. No tendríamos que pronosticar un aumento suficiente en las exportaciones netas para compensar la caída en la inversión en niveles iguales del producto. Pero si hubo una caída simultánea y exógena en los ahorros de EUA, y si esta absorción creciente cayó enteramente en las exportaciones de economías emergentes, pudimos obtener el patrón observado de la cuenta corriente a tasas de cambio invariantes. Así, los observadores apuntan a que el déficit fiscal en EUA y la burbuja que conducen a la caída en los ahorros de los hogares, como una causa exógena del déficit en cuenta corriente de EUA.³⁷ Pero note que los ahorros e inversión mundiales no han cambiado en esta historia, por lo tanto la tasa de interés internacional debe permanecer inalterada.

Para explicar la caída en las tasas de interés reales, necesitamos otra historia. Existen dos versiones igualmente poco convincentes. Primero, podría haberse dado un exceso mundial de ahorros independiente de esta redistribución de ahorros. Esta es una historia bonita, y tuvo que tener el peso del FED detrás de ella, pero es simplemente inconsistente con los datos.³⁸ La relación

ahorro mundial no ha cambiado, por lo tanto tenemos que mirar hacia otro lado.

¿Qué hacer? Cuando se quede sin variables, invente una nueva y llámela liquidez. Las tasas de interés son bajas, se argumenta, porque el sistema está inundado de liquidez. ¿Pero qué es esto? Tal vez los bancos centrales crean liquidez. Es cierto que los bancos centrales fijan las tasas de interés de corto plazo, pero no ayuda mucho decir que la liquidez significa tasas de interés overnight bajas, y que esto represente tasas de interés bajas. ¿Es la liquidez un acervo como el dinero? Los bancos centrales no están creando mucho dinero. Y, como sea, se estila mirar a la inflación como el síntoma seguro de demasiada liquidez. Pero una inflación excesiva es exactamente el fenómeno que no observamos.³⁹ Tal vez la liquidez significa una prima de riesgo baja y los márgenes estrechos que observamos para lo que en el pasado pudimos haber considerado proyectos alocados. Pero nuevamente, ya tenemos una variable llamada prima de riesgo.

11) Alternar los gustos por los activos resulta como una proposición para el punto de vista convencional

Varios esfuerzos teóricos serios han sido hechos para adaptar el modelo estándar de modo que sea consistente con la evidencia reciente.⁴⁰ Las predicciones centrales del modelo convencional pueden ser suavizadas si le adicionamos un supuesto de que las preferencias privadas por activos estadounidenses han cambiado. Las afluencias de capitales brutos privados a EUA han sido muy grandes a pesar de los bajos y crecientes rendimientos reales y riesgos percibidos, y esto parece sugerir que hubo un cambio en las preferencias privadas hacia activos estadounidenses. Como se argumentó anteriormente, Caballero y otros (2007) proponen unas garantías privadas como la razón para el cambio hacia activos estadounidenses. Cooper (2004) ha argumentado que las innovaciones y el rápido crecimiento en los mercados financieros

³⁹ Dado que la ausencia de inflación es mortal para un criterio de *exceso de liquidez*, sus proponentes a menudo toman una posición de *concurso de tiro a los datos* en la argumentación para la construcción de un nuevo índice para capturar la inflación que es invisible a los viejos. Después de todo, ¿no paga mucho más la gente por gasolina que lo que pagaba unos pocos años atrás? ¿No han saltado también los precios de los activos como el de las viviendas?

⁴⁰ Para una revisión de esta literatura y referencias, ver Xafa (2007).

³⁵ Rajan (2005).

³⁶ Ver Rajan (2005).

³⁷ Rogoff (2007).

³⁸ Bernanke (2005).

estadounidenses están detrás del cambio.

Blanchard y otros (2005) no proporcionan una razón para el cambio pero analizan las consecuencias del mismo si los activos no son perfectos sustitutos en las carteras privadas.

Nuestro enfoque no depende de un cambio en las preferencias privadas hacia el dólar o activos estadounidenses. Depende de la distorsión de los flujos de capital privados por la intervención observada y esperada del gobierno para manejar el tipo de cambio. Además, proporcionamos una razón convincente a los gobiernos para que cambien sus carteras hacia dólares o activos estadounidenses. Las compras privadas observadas de activos estadounidenses son generadas por la colocación libre implícita ofrecida por los gobiernos de los mercados emergentes a sus propios residentes o del resto del mundo. Tiene sentido para los inversionistas privados mantener activos en dólares si los gobiernos de los mercados emergentes mantienen bajas tasas de interés en el mercado nacional a través de la represión financiera y limitan estrictamente la apreciación del tipo de cambio. En los mercados dominados por la intervención del gobierno y controles, no existen flujos de capital privado puros. Cada compra de un activo estadounidense por parte de un no residente privado es correspondida por un compromiso implícito del gobierno para adquirir dicho activo estadounidense en el evento de un apuro.

12) Encontrando refugio en la tautología de la burbuja

Al haber por muchos años examinado la lista de argumentos de por qué el sistema pronto colapsará y todavía sin ningún éxito a la vista, varios proponentes de la teoría del libro de texto se han movido hacia los argumentos de la burbuja.⁴¹ La razón por la cual el sistema todavía no ha colapsado es que los especuladores del mercado han sido demasiado perezosos o poco brillantes para efectuar la aritmética simple que muestra que colapsará. O han trabajado desde la creencia engañosa de que los bancos centrales del mercado emergente continuarán interviniendo por mucho tiempo, o desde una falsa ilusión diferente de que la luz no provendrá de los eventos proteccionistas o geopolíticos. En todos estos casos, los proponentes de los modelos del libro de texto conocen que los activos en general son extremadamente caros.

⁴¹ Ver por ejemplo, Krugman (2005), Rogoff (2007), Frankel (2006).

Sus proponentes continúan aceptando el modelo convencional correcto y recriminan a los mercados de activos de estar entregando los precios incorrectos. “Mis predicciones de la teoría” más “los mercados de activos” desubican las predicciones de mi teoría” es, siempre, idénticamente igual a los verdaderos precios de los activos, es decir, una tautología. La invocación arbitraria a las burbujas siempre se la hace para evitar enfrentar la evidencia que está menoscabando la teoría preferida de uno. Si bien a menudo cubierta con una jerga científica, lo vemos como el último recurso de la autoridad para desmentir el sostenimiento de una teoría seriamente depreciada.

La mayoría de las críticas del punto de vista manifestado en el primer párrafo de esta sección se han, desde ahora, colocado en la excesiva interpretación del Coyote de burbuja de liquidez de esta realidad. Esto es, ya hemos escapado hacia el despeñadero y nos estrellaremos cuando nos demos cuenta que estamos corriendo en el aire.⁴² Agradecemos la claridad de este enfoque: reconoce que el modelo convencional de cómo el sistema trabaja es simplemente incapaz de explicar los desarrollos centrales de los últimos cinco años. Así, para continuar, deben recurrir a la tautología haciendo no verificables las demandas de las burbujas del mercado y entonces resta solo esperar lo inevitable.

Dado que la actual situación es imposible según el modelo aceptado, desaparecerá como un sueño placentero cuando el mercado se despierte en una realidad desagradable. Mientras más largo perdure el sueño lo más probable y más dolorosa será la mañana siguiente.

Nuestra interpretación es justo lo contrario: el modelo convencional de libro de texto es un sueño y sus practicantes eventualmente recurren a él, en tanto año tras año los datos lo desmienten. Nos agrada este enfoque porque todos lo que tienen que hacer es esperar para ver quien

⁴² Dentro de las descripciones de Roubini (por ejemplo, 2007), las invocaciones persistentes de la burbuja pueden encontrarse en la mayoría de páginas que se refieren al fracaso de una amplia franja de mercados de activos para valorar los riesgos masivos en el sistema. Summers (2006) provee una descripción cuidadosa de los puntos de vista conflictivos de los practicantes del mercado y académicos sobre cuáles activos reflejan dichos riesgos. Pero después de guiar al lector a través de un número grande, al parecer, de riesgos no descontados, parece balancearse hacia el lado desubicado con su burla de cierre: “tal vez la principal cosa que debemos temer es la falta de miedo en sí”.

está soñando; y mientras tanto, podemos tomar posiciones sobre la diferencia de opiniones. Durante los últimos cuatro años de la historia macro global, no hemos sido decepcionados. Fuimos fuertemente criticados en el 2003 por afirmar que el sistema duraría diez años, cuando los académicos y practicantes del mercado del mismo modo aseveraban que el final era inminente. El sistema todavía está siendo rastreado en los últimos seis de los diez años.

13) Varias perturbaciones geopolíticas destruirán el sistema

Las dinámicas económicas internas del sistema evidentemente no han conducido a la auto-destrucción que es visible en el horizonte. Entre los proponentes del modelo estándar, esto ha conducido a un cambio en el énfasis: este sistema desequilibrado puede ser derribado por un importante evento geopolítico.⁴³ La historia hacia atrás aquí es que el sistema hace que el país industrial y las economías estadounidenses sean particularmente vulnerables a dicho evento. Este punto de vista llega un poco al criterio de la burbuja/malformación de precios mencionada anteriormente; afirma que los mercados financieros no han valorizado esta posibilidad.

También estamos de acuerdo en que un evento geopolítico puede amenazar al sistema. Un bloqueo del petróleo a través del Estrecho de Hormuz, por ejemplo, quizás resultaría en una recesión global que fácilmente generaría una seria reacción proteccionista. De forma más directa, es obvio que una perturbación geopolítica que involucre a China presagiaría el repentino final del juego.

Pero esto es exactamente un evento en el que las garantías están para cubrir. Con el acervo de demandas de IED mundiales contra China cubierta en EUA, dicho evento sería mucho menos una perturbación financiera que si el capital ha fluido cuesta abajo de los ricos a los pobres. Para entonces, además del importante flujo de ajuste que dicha perturbación geopolítica obligaría, los países industriales también tendrían que ajustar-

⁴³ Ver Summers (2006a,b), Rogoff (2007a,b). En Summers (2006a), existe una sugerencia de que de alguna manera reservas extranjeras pueden ser usadas para iniciar un ataque financiero contra los Estados Unidos en un evento geopolítico, un tema que ha aparecido esporádicamente. Pensando a través de las etapas de este juego, es difícil ver cómo funcionaría sin imponer aún un dolor proporcional muy grande en el adversario.

se financieramente a un acervo grande neto de demandas incumplidas.

Esto conduce naturalmente a la pregunta: ¿cuál dirección de flujo de capital y demandas transfronterizas hace que el sistema sea más seguro frente a un evento geopolítico muy reconocido y negativo? Poner sobre la mesa esta carta en defensa de la teoría convencional representa un aspecto importante para el punto de vista de las garantías.

V. Conclusión

El mecanismo del desarrollo moderno a gran escala es muy directo. La rápida industrialización requiere grandes entradas de inversión directa y de acciones de cartera; y, a su vez, se requiere en la periferia un superávit grande en la cuenta corriente para proporcionar las garantías. Contrario a la opinión universal, el desarrollo económico exitoso es impulsado por los flujos de ahorro netos desde los países pobres hacia los ricos. Los desequilibrios en la cuenta corriente de los países ricos no empujan a la periferia a que se proporcione una demanda agregada neta global; empujan a la periferia por medio del aseguramiento de formación de capital eficiente. Por lo visto, los cambios balanceados dentro de la cuenta de capital de un país de hecho conducen su cuenta corriente mediante la necesidad de garantizar los desequilibrios de riesgo resultantes. El déficit en cuenta corriente de EUA es un resultado integral y sostenible de su papel como el país central en el revivido sistema de Bretton Woods.

Los precios de los activos en sí están influidos por el posicionamiento de aquellos que negocian basados en las historias del pasado. Pero, de alguna manera, una intuición subyacente de que existe algo más en otras partes de la mente del mercado, mantiene los precios separados de lo que la vieja verdad dice debería ser, aún en ausencia de una nueva verdad. Cuando una nueva y coherente explicación de este radicalmente diferente presente nazca finalmente, será ridiculizado como otro nuevo paradigma en tanto realiza predicciones futuras que estrictamente diverjan de aquellas de la vieja historia. Durante algún tiempo, solo la autoridad puede dominar los hechos; pero en la espera del tiempo suficiente, los hechos eventualmente desgastan la autoridad en su núcleo. En este juego de la cuerda, solo el tiempo lo dirá: las predicciones pasadas o las predicciones presentes serán incorrectas.

EUA actualmente incauta los activos soberanos⁴⁴

La International Emergency Economic Powers Act de 1997 (IEEPA, que suplantó la Trading With the Enemy Act de 1917) facultó al presidente de EUA a congelar los activos de propiedad extranjera bajo el control de EUA. La IEEPA autoriza el uso de sanciones cuando el presidente ve una amenaza inusual y extraordinaria a la seguridad nacional, la política extranjera, o la economía de EUA y declara la emergencia nacional.⁴⁵ La palabra emergencia permite que la ventana sea cerrada con fuerza si, por ejemplo, un país extranjero amenaza con lanzar un ataque financiero mediante el retiro de fondos o sacando un monto sustancial de fondos fuera para prevenir su apropiación. Como describe la US Information Agency, un congelamiento de activos de propiedad de extranjeros “pueden ser aplicados selectivamente a un país particular, o a un grupo de países, en tiempos de guerra o en respuesta a una emergencia nacional...”.

El procedimiento puede ser utilizado para tres propósitos:

- Negar a las autoridades en los países bloqueados acceso a los activos que podrían ser usados contra EUA.
- Proteger a los verdaderos propietarios de los activos de intentos ilegales para incautar sus propiedades.
- Crear un pool de activos para posibles usos en el establecimiento de demandas estadounidenses contra los países bloqueados, o para uso como un chip de regateo en la negociación de un eventual regreso a las relaciones normales.⁴⁶

Durante la Segunda Guerra Mundial, los activos poseídos por Alemania, Japón e Italia fueron

⁴⁴ Hemos tomado este apéndice de Dooley y Garber (2005c). Está en el capítulo 9 en http://econ.ucsc.edu/~mpd/InternationalFinancialStability_update.pdf.

⁴⁵ Ver el Acta de Poderes de la Emergencia Económica Internacional (IEEAPA), Código de los Estados Unidos (www.treas.gov/offices/enforcement/ofac/legal/statutes/ieepa.pdf). Los activos congelados bajo el IEEAPA son administrados por la Oficina de Activos Extranjeros del Tesoro (OFAC).

⁴⁶ US Information Agency (28 de agosto de 1990).

bloqueados y eventualmente usados en el establecimiento de demandas de guerra contra ellos. De igual manera, los activos de Hungría, Rumania, Latvia, Lituania, Estonia, Bulgaria y Checoslovaquia fueron bloqueados después de que estos países cayeron bajo la dominación soviética. Los bloqueos de activos fueron subsecuentemente impuestos contra Corea del Norte y China en 1950, Cuba en 1963, Vietnam del Norte en 1964, Rodesia (ahora Zimbabwe) en 1965, Kampuchea (Camboya) en 1975, Irán en 1979, Libia en 1986, Panamá en 1988, la República Federal de Yugoslavia (Serbia y Montenegro) en 1992, y Afganistán en 1999. En 1990, EUA bloqueó USD 30 mil millones en activos pertenecientes a Irak y Kuwait. En 1979, bloqueó USD 12 mil millones de los activos de Irán, que incluyeron USD 5 mil millones en sucursales offshores de bancos estadounidenses; parte de estos fueron usados para pagar los préstamos agrupados de los bancos estadounidenses a Irán, y USD 1.4 mil millones fue enviado al Banco de Inglaterra para cubrir demandas en el Reino Unido. Otros mil millones de dólares fueron mantenidos contra recompensas del tribunal de demandas Irán-EUA.⁴⁷

Este congelamiento de activos ha ocurrido por una variedad de circunstancias. Varios de los bloqueos de activos fueron dirigidos a adversarios en una guerra declarada o no declarada (Alemania, Japón, Italia, China, Corea del Norte, e Irak). Varios fueron destinados a países amistosos que habían sido ocupados, con el objetivo de preservar los activos hasta la restauración de un gobierno reconocido por EUA (Latvia, Lituania, Estonia, y Kuwait). Varios países vieron sus activos bloqueados cuando se opusieron geopolíticamente a EUA o se volvieron hostiles sin que estallase una guerra (Cuba, Irán). Varios congelamientos fueron implementados como parte de una imposición global de sanciones (F. R. Yugoslavia, Rodesia). No obstante, las diferencias en las circunstancias, esta historia muestra que el país centro puede repetidamente incumplir en las obligaciones oficiales y todavía permanecer como el proveedor clave de las reservas.

Referencias

Aizenman, J., y L. Jaewoo (2005), *International*

⁴⁷ US Information Agency (28 de agosto de 1990).

- Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence*, FMI, octubre (Working Paper, WP/05/198).
- Bergsten, C. F. (2007a), *The Chinese Exchange Rate and the US Economy*, testimonio ante el comité Banking, Housing and Urban Affairs, 31 de enero.
- Bergsten, C. F. (2007b), *The Global Imbalances and the US Economy*, testimonio ante el Congreso estadounidense, 9 de mayo.
- Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, Virginia Association of Economics, marzo, Richmond, Va. (Sandridge Lecture).
- Blanchard, O., F. Giavazzi y F. Sa (2005), *The US Current Account Deficit and the Dollar*, NBER, febrero (Working Paper, n° 11137).
- Bulow, J., y K. Rogoff (1989a), "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt", *Journal of Political Economy*, vol. 97, febrero, pp. 155-178.
- Bulow, J., y K. Rogoff (1989b), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review*, vol. 79, n° 1, marzo, pp. 43-50.
- Caballero, R. (2006), *On the Economics of Asset Shortages*, NBER (Working Paper, n° 12753).
- Caballero, R., E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2007), *An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates*, NBER (Working Paper, n° 12996).
- Caballero, R., y A. Krishnamurthy (2000), *International Liquidity Management: Sterilization Policy in Illiquid Financial Markets*, NBER (Working Paper, n° 7740).
- Cooper, R. N. (2004), "US deficit: It is not only sustainable, it is logical", *Financial Times*, 31 de octubre.
- Dooley, M. P. (2000), "A Model of Crises in Emerging Markets", *The Economic Journal*, vol. 110, pp. 256-72.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003a), *Dollars and Deficits: Where Do We Go From Here?*, Deutsche Bank Global Markets Research.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003b), *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER, septiembre (Working Paper, n° 9971).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004a), *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*, NBER, marzo (Working Paper, n° 10332); publicado primero como *The Cosmic Risk: An Essay on Global Imbalances and Treasuries y Periphery Reserve Diversification: Does It Threaten the Pegs?*, Deutsche Bank Global Markets Research, febrero de 2004.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004b), *Direct Investment, Rising Real Wages and The Absorption of Excess Labor in the Periphery*, NBER, julio (Working Paper, n° 10626); publicado primero como *A Map to the Revived Bretton Woods End Game: Direct Investment, Rising Real Wages, and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*, Deutsche Bank Global Markets Research, junio de 2004.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004c), *The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap*, NBER, septiembre (Working Paper, n° 10727); publicado primero por el Deutsche Bank Global Markets Research, agosto de 2004.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004d), *The Revived Bretton Woods: Alive and Well*, Deutsche Bank Global Markets Research, diciembre.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2005a), *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, NBER, julio (Working Paper, n° 11520).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2005b), *Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment*, NBER, noviembre (Working Paper, n° 11771); publicado primero como *Living with Bretton Woods II*, Deutsche Bank Global Markets Research, 20 de septiembre de 2005.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2005c), *International Financial Stability, Asia, Interest Rates and the Dollar*, recop. Deutsche Bank. 27 de octubre.
- Dooley, M., y P. Garber (2005), "Is it 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1: 147-87.
- Durdu, C. B., E. G. Mendoza y M. E. Terrones (2007), *Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism*, NBER (Working Paper, n° 13123).

- Eaton, J., y M. Gersovitz (1981), "Debt with Potential Repudiation", *Review of Economic Studies*, vol. 48, abril, pp. 289-309.
- Eichengreen, B. (2004a), "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", NBER Working Paper 10497, mayo.
- Eichengreen, B. (2004b), *The Dollar and the new Bretton Woods System*, diciembre.
- Eichengreen, B. (2005a), *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*, NBER, mayo (Working Paper, n° 11336).
- Eichengreen, B. (2005b), *The Blind Men and the Elephant*, noviembre.
- Financial Times* (2007), editorial: "Global Imbalances keep defying Gravity", 17 de abril.
- FMI (2007), "Global Capital Flows: Defying Gravity", *Finance and Development*, vol. 44, n° 1, marzo.
- Frankel, J. (2006), *Global Imbalances and Low Interest Rates: An Equilibrium Model vs. A Disequilibrium Reality*.
- Goldstein, M. (2005), *Currency Manipulation and Enforcing the Rules of the International Monetary System*, preparado para una conferencia sobre la reforma del FMI, 23 de septiembre.
- Goldstein, M. (2007), *Assessing Progress on China's Exchange Rate Policies*, testimonio ante el Comité de Finanzas del Senado estadounidense, 28 de marzo.
- Goldstein, M., y N. Lardy (2003), "A Modest Proposal for China's Renminbi", *Financial Times*, 26 de agosto.
- Goldstein, M., y N. Lardy (2004), *What Kind of Landing for the Chinese Economy?*, Institute for International Economics, noviembre.
- Goldstein, M., y N. Lardy (2005), "A Faulty Strategy Weakens China's Prospects", *Financial Times*, 4 de marzo.
- Greenspan, Alan (2005), *China*, testimonio ante el Comité de Finanzas del Senado estadounidense, 23 de junio.
- Krugman, P. (2005), *Will There Be a Dollar Crisis?*, noviembre.
- Krugman, P. (2006), "Coming Down to Earth", *NY Times*, 17 de mayo.
- Obstfeld, M. (1994), "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 84, n° 5, diciembre. pp. 1310-29.
- Obstfeld, M. (2004), "External Adjustment", *Review of World Economics*, vol. 140, pp. 541-68.
- Obstfeld, M. (2005), *Sustainability and the US Account: Dark Musings*, presentación en formato Powerpoint, febrero.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (1996a), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (1996b), *The Intertemporal Approach to the Current Account*, NBER (Working Paper, n° 4893); publicado también como en cap. de G. Grossman y K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 3, North Holland, 1995.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (2000a), "Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for US Current Account Adjustment", en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, marzo, pp. 169-208.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (2000b), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", en Ben S. Bernanke y Kenneth Rogoff (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, MIT Press, Cambridge, Ma.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (2004a), *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, NBER, noviembre (Working Paper, n° 10869).
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (2004b), "The US Deficit: the Problem is a Global Concern", *Financial Times*, octubre.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 147-87.
- Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006), *Foreign Capital and Economic Growth*, FMI, abril (Working Paper).
- Prasad, E., y S.-J. Wei (2005), *The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations*, NBER, abril (Working Paper, n° 11306).
- Rogoff, K. (2007a), *The \$ 200 Trillion Question*, enero.
- Rogoff, K. (2007b), *Betting with the Houses Money*, febrero.
- Rogoff, K. (2007c), *The Hedge Fund Hegemon*, marzo.
- Roubini, N. (2006), *Global Imbalances: a Contemporary 'Rashomon' Saga*, noviembre.
- Roubini, N. (2007), *Asia is Learning the Wrong Lessons from its 1997-98 Financial Crisis: The Rising Risks of a New and Different Type of Financial Crisis in Asia*, Roubini Global Economics, mayo.

- Roubini, N., y B. Setser (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*, presentado en el simposio del Banco de la Reserva Federal de San Francisco (Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Periphery Development?), 4 de febrero.
- Summers, L. H. (2004), *The US Current Account Deficit and the Global Economy*, FMI, octubre (Per Jacobsson Lecture).
- Summers, L. H. (2006a), *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, 24 de marzo.
- Summers, L. H. (2006b), "Lack of Fear Gives Cause for Concern", *Financial Times*, 26 de diciembre.
- Summers, L. H. (2007), *Testimonio en la Audiencia del Joint Economic Committee*, 31 de enero,
- Truman, E. (2005), *A revived Bretton Woods System? Implications for Europe and the United States*, discurso en la conferencia "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?", Banco de la Reserva Federal de San Francisco, 4 de febrero.
- US Information Agency (1990), *Freeze of Iraq, Kuwait Assets Has Many Precedents*, 28 de agosto.
- Wolf, M. (2005), *Will Asian Mercantilism Meet Its Waterloo?*, Richard Snape Lecture, Melbourne, noviembre
- Xafa, M. (2007), *Global Imbalances and Financial Stability*, Fondo Monetario Internacional, mayo (WP/07/111).

Actividades del CEMLA durante septiembre- noviembre de 2009

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Cuenta Satélite en Salud	Banco Central de Venezuela Caracas, 14 – 18 de septiembre
Aspectos Financieros y Legales de Derivados	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 21 – 24 de septiembre
Estadísticas Monetarias y Financieras	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, D. F., 5 – 16 de octubre
Preparación de Informes de Estabilidad Financiera	Banco Central de Bolivia y Banco de Pagos Internacionales La Paz, 6 – 8 de octubre
Mercados Financieros y Nuevos Instrumentos Financieros: Comprensión de la Crisis Actual	Fondo Monetario Internacional México, D. F., 12 – 16 de octubre
Riesgo Operativo en la Banca Central	Banco de España Madrid, 13 – 16 de octubre
Taller Subnacional de Análisis Fiscal y Sostenibilidad de Deuda	Gobierno de Bolivia Sucre, 26 – 31 de octubre
Análisis de Estados Financieros de Bancos Centrales	Banco de España Madrid, 3 – 6 de noviembre
Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional	Banco Central de Bolivia La Paz, 10 – 20 de noviembre

Taller Regional de Capacitación para Capacitadores sobre Sostenibilidad de Deuda para Países de Bajo Ingreso	Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional México, D. F., 16 – 20 de noviembre
Taller presencial del programa de Educación a Distancia	Debt Relief International México, D. F., 16 – 27 de noviembre
Cuentas Macroeconómicas y Flujo de Fondos	Banco Central de Costa Rica San José, 30 de noviembre – 11 de diciembre

Seminarios

V Seminario de Remesas	Banco de Guatemala Guatemala, 8 – 10 de septiembre
Planeación Estratégica en la Banca Central	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 14 – 16 de septiembre
Microfinanzas y Supervisión de Cooperativas de Ahorro y Crédito	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e. V. (DGRV) México, D. F., 23 – 24 de septiembre
Gestión de Procesos	México, D. F., 29 – 30 de septiembre

Reuniones

I Conferencia sobre Educación Económica y Financiera en América Latina y el Caribe	Banco de la República y NCEE Bogotá, 10 – 11 de septiembre
XXXIII Reunión de Sistematización de Banca Central	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 23 – 25 de septiembre
Reunión de la Junta de Gobierno del CEMLA	Estambul, 2 de octubre
IV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia, América Latina y el Caribe	Estambul, 2 de octubre
XLV Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI y BIRF	Estambul, 2 de octubre
Reunión de la Asamblea del CEMLA	Estambul, 3 de octubre
LXXXVIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Estambul, 3 de octubre
IV Encuentro de Responsables de Seguridad de Banca Central	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 8 – 9 de octubre
X Reunión de Auditores Internos de Banca Central	Banco de España Madrid, 21 – 23 de octubre

XIV Reunión de la Red de Investigadores de Banca Central del Continente Americano

Salvador, Bahía, 11 – 13 de noviembre

Semana de pagos del 2009 (Grupos de Trabajos: Marco Iberoamericano de Pagos y Asuntos de Sistemas de Pagos de América Latina y el Caribe)

Banco Central del Uruguay, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Banco de Pagos Internacionales
Punta del Este, 17 – 20 de noviembre

Reunión del Comité de Contabilidad de Banca Central

Banco de Guatemala
Guatemala, 26 – 27 de noviembre

Publicaciones:

Paul Castillo y Diego Winkelried

¿Por qué la dolarización es tan persistente?

(Serie ESTUDIOS: Premio de Banca Central Rodrigo Gómez 2006)

E. Philip Davis

Datos financieros necesarios para la supervisión macroprudencial: ¿cuáles son los indicadores clave de riesgos para la estabilidad?

(Serie ENSAYOS, nº 79)

Paulo Springer de Freitas y Mirta Noemi Satoca Bugarin

Un estudio sobre precios administrados y política monetaria óptima: el caso brasileño

(Serie ESTUDIOS: Premio de Banca Central Rodrigo Gómez 2007)

Índice 2009

I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Alberola, Enrique, y Fernando Gutiérrez del Arroyo, Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas: una perspectiva global	2	58
Borio, Claudio, Gabriele Galati y Alexandra Heath, Administración de reservas de divisas: tendencias y desafíos	2	90
Borio, Claudio, y Mathias Drehmann, Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión	3	139
De Gregorio, José, A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile	4	170
Diamond, Douglas W., y Raghuram G. Rajan, La crisis de crédito: conjeturas sobre las causas y soluciones	3	154
Dooley, Michael P., Peter M. Garber y David Folkerts-Landau, Las dos crisis de economía internacional	4	207
Gavin, William T., Más dinero: entendiendo los recientes cambios en la base monetaria	1	26
Jansen, Barend, Desafíos legales e institucionales en la reforma de la arquitectura y regulación financieras	2	74
Jiménez Sotelo, Renzo, Acceso de la banca de desarrollo al banco central: el caso de COFIDE y las tasas de interés en el Perú	3	119
Lasaosa, Ana, y Merxe Tudela, Riesgos y ganancias de eficiencia de una estructura jerarquizada en pagos de alto valor: método de simulación	1	10
Moutot, Philippe, y Giovanni Vitale, Estrategia de política monetaria en un ambiente global	4	175
Rubli Kaiser, Federico, Mercados de predicción: un método eficaz para agregar información sobre la política monetaria	1	2
Sullivan, Richard J., Pueden las tarjetas inteligentes reducir el fraude de pagos y el robo de identidad?	1	34

**II. AUTORIDADES DE LAS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA
Y EL CARIBE, ASÍ COMO DE OTRAS INSTITUCIONES
COLABORADORAS DEL CEMLA**

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	1	51
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	2	114
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	3	160

III. ACTIVIDADES DEL CEMLA

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2008-febrero de 2009	1	56
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2009	2	115
Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2009	3	166
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2009	4	228

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisen- verband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

