



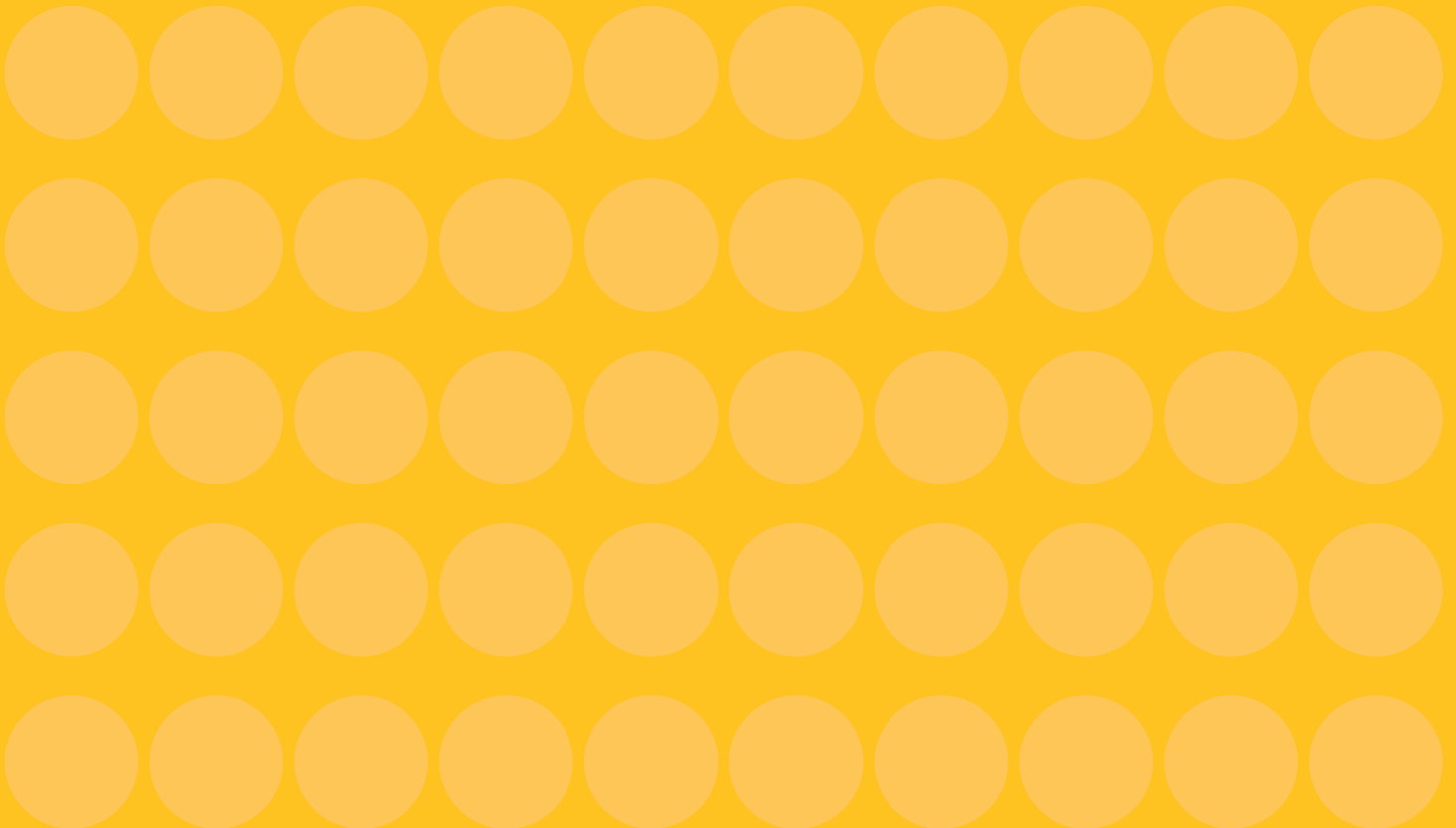
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LVI

Número 2, abril-junio de 2010



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

Javier Guzmán Calafell
Director General

Luiz Barbosa
Subdirector 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 nº 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 nº 1450, México D. F., 03220. 360 ejemplares. ISSN: 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

65 **Nota editorial**

67 **Hacia un marco de estabilidad financiera global**

Hervé Hannoun

89 **La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este: un análisis comparado**

Sonsoles Gallego
Luis Molina
José María Serena

102 **Cinco siglos de desigualdad latinoamericana**

Jeffrey G. Williamson

121 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**

125 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo del 2010**

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

VOLUMEN LVI

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2010

Nota editorial

¿Políticas micro o macroprudenciales, monetarias o fiscales? ¿Qué se debe implementar, dónde y por quiénes? Una consecuencia directa de la crisis es el renovado interés y análisis de los marcos de estabilidad financiera nacionales y su extensión o ampliación hacia la estabilidad financiera global. El discurso realizado por Hervé Hannoun, Subdirector General del Banco de Pagos Internacionales, titulado “Hacia un marco de estabilidad financiera global”, nos expone sobre estos temas. En su discurso, el señor Hannoun defiende la necesidad de construir y compartir un marco de estabilidad financiera global, pero antes nos aclara que se entiende por este concepto. Seguidamente, y de forma muy didáctica, repasa cuáles son los objetivos de política y los instrumentos disponibles asociados que, constituyen las bases operativas para la construcción del marco global mencionado. El análisis y ejecución de todos estos instrumentos se vuelve poco efectivo para mitigar los efectos de las crisis y sus dispersión mundial, si no existe la debida coordinación interinstitucional e internacional, que permita armonizar tanto los objetivos como los conocimientos y el control de los diversos instrumentos de política, es decir, sin un marco de estabilidad financiera integral y mundial.

La dispersión mundial de la crisis económica y financiera más reciente es sin duda uno de sus elementos más analizados. Más allá del propio hecho de cuáles economías se contagiaron de la crisis, resulta interesante analizar cuáles estaban o estarían más propensas al contagio, es decir, más vulnerables. En el artículo de Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, del Banco de España, titulado “La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este: un análisis comparado”, se trata justamente este tema para una serie de países que si bien tienen características económicas diferentes, compartían algunas características comunes antes de la crisis. Mediante la revisión en primer lugar de las fortalezas y vulnerabilidades de los países en la muestra antes del estallido de la crisis (en

2008) con la ayuda de diversos indicadores, se aproximó el grado de vulnerabilidad de cada país. Luego, se examina cómo las políticas económicas preventivas implementadas por los países ayudaron a hacer frente a tales vulnerabilidades. El estudio continúa con el análisis del impacto y de la respuesta ante la crisis en cada región.

El tercer artículo de este número, “Cinco siglos de desigualdad latinoamericana”, de Jeffrey G. Williamson (investigador en historia económica y del tercer mundo contemporáneo, y profesor en las universidades de Harvard y Wisconsin), a pesar de su título que podría ser desalentador, es en realidad un texto muy positivo y propositivo. Su principal conclusión, luego de comparar la desigualdad latinoamericana con la de otras regiones a lo largo de dos milenios es que, la persistencia histórica de la desigualdad en los países de la región es un mito. No obstante, al final Williamson propone cuatro hipótesis revisionistas para motivar la ampliación de su estudio y la recolección de nueva evidencia que pueda quizás de una vez por todas derrocar los argumentos de persistencia histórica de desigualdad latinoamericana.

Este número se completa con las listas de las autoridades de algunos de nuestros miembros y de actividades del trimestre. En el sitio web institucional (www.cemla.org) se puede obtener mayor información acerca de nuestras diversas publicaciones y actividades; tanto sus comentarios como sus contribuciones para esta y otras revistas del CEMLA pueden enviarse a la siguiente dirección: publicaciones@cemla.org.

Hacia un marco de estabilidad financiera global*

Hervé Hannoun

Es un gran placer y un gran honor acompañarles con ocasión de la Conferencia de Gobernadores de SEACEN de 2010 en Siem Reap. Agradezco este privilegio al Gobernador Chea Chanto, a SEACEN y a todos los que han contribuido a la excelente organización de esta Conferencia en el Banco Nacional de Camboya.

El tema de esta Conferencia de Gobernadores de SEACEN es el papel de los bancos centrales en la promoción de la estabilidad financiera. En circunstancias normales, eso circunscribiría mi presentación a los instrumentos de política que se encuentran bajo el control de los bancos centrales, ya sea en sus funciones de política monetaria (como las tasas de interés oficiales, los coeficientes de reservas obligatorias, las intervenciones cambiarias, la política de balance y la provisión de liquidez de emergencia) o en sus funciones supervisoras (los requerimientos de capital, los instrumentos macroprudenciales y la vigilancia de los sistemas de pago). Pero hoy en día, dada la estrecha relación entre el riesgo soberano y la estabilidad financiera en las circunstancias actuales (y el crecimiento de la deuda pública en una serie de países avanzados), ampliaré el ámbito de mi intervención para incluir la política fiscal en la discusión.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la presentación de H. Hannoun, Subdirector General, Banco de Pagos Internacionales, en la 45ª Conferencia de Gobernadores de los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN), celebrada en la Provincia Siem Reap, Camboya, el 26-27 de febrero del 2010. Esta presentación ha sido preparada conjuntamente con Michael King y a ella también han contribuido Claudio Borio, Robert McCauley, Frank Packer, Bruno Tissot y Stefan Walter.

I. Resumen de la presentación

En primer lugar, ¿a qué nos referimos con el concepto de *marco de estabilidad financiera global*? Para saber dónde vamos, es preciso comprobar dónde estamos. Por tanto, esbozaré lo que entiendo que es el marco tradicional con el fin de subrayar los cambios necesarios.

En segundo lugar, defenderé brevemente porqué necesitamos un marco de estabilidad financiera global. Éste es un objetivo que el Banco de Pagos Internacionales (BPI) ha venido persiguiendo al menos desde 2000. Obviamente, el objetivo inmediato es reducir la probabilidad y gravedad de una futura crisis financiera. Pero no debemos perder de vista la finalidad última, que es la de garantizar que el sistema financiero sea estable y cumpla su función de promover el crecimiento de la economía real.

Y en tercer lugar, deseo explicar con detalle cómo construir un marco de estabilidad financiera global. Quiero destacar que un marco así no puede basarse exclusivamente en la regulación y la disciplina del mercado. Por el contrario, hemos de reconocer y garantizar que todas las áreas de política –prudencial, monetaria y fiscal– deben contribuir a lograr un sistema financiero sólido y estable.

II. ¿Qué entendemos por marco de estabilidad financiera global?

Debemos cambiar nuestra forma de interpretar la estabilidad financiera global. La crisis financiera de los últimos dos años ha puesto de manifiesto

las deficiencias del marco tradicional. Este marco incluía tres componentes:

- Supervisión de las instituciones financieras individuales.
- Vigilancia de los sistemas de pago y liquidación y de otras infraestructuras básicas del mercado.
- Seguimiento de la operativa de los mercados financieros.

En ese contexto, el riesgo sistémico se consideraba una posibilidad remota, ya que las autoridades económicas confiaban en la *flexibilidad* del sistema financiero. Realmente no se preveía que pudiera ocurrir *lo impensable*, a saber, una crisis que afectara al conjunto del sistema financiero internacional. Los hechos demostraron finalmente que esa confianza era equivocada.

Un hecho que me sorprende es que, pese a los ríos de tinta que la crisis ha hecho correr, aún no exista consenso sobre sus causas últimas. Nadie niega que hubo un fallo de mercado cuyas principales causas fueron la conducta imprudente del sector (financiero) privado, la deficiente disciplina del mercado y la errónea gestión de riesgos por parte de los bancos. Pero en lo que respecta a las políticas públicas, existe una discrepancia fundamental entre los que piensan que la crisis obedeció por completo a una regulación deficiente y los que están convencidos de la preponderancia de unas políticas macroeconómicas excesivamente acomodaticias. Sobre esta cuestión básica aún no hay acuerdo.

Al margen de la importancia relativa atribuida a estas áreas de política, la crisis financiera ha revelado la necesidad de un nuevo marco de estabilidad financiera global. Este marco es el núcleo de mi presentación de hoy.

1) ¿Cuáles son los elementos de un nuevo marco de estabilidad financiera global?

En primer lugar, el marco debe ser global. Por *global* quiero decir integral y mundial. *Integral* porque ese marco exige la contribución de las políticas prudencial, monetaria y fiscal, así como la disciplina del mercado. Cada una de estas áreas de política debe tener en cuenta la estabilidad financiera mientras persigue su objetivo prioritario. Sólo la combinación de estas políticas puede lograr simultáneamente la estabilidad

de precios y la estabilidad financiera. El marco también debe ser “mundial” porque el propio sistema financiero global es mundial. La reciente crisis ha puesto claramente de relieve esta dimensión transfronteriza.

En segundo lugar, un marco de estabilidad financiera global debe basarse en cinco principios:

- El acento debe ponerse en el conjunto del sistema, teniendo en cuenta las interacciones entre el sistema financiero y la macroeconomía.¹ Aunque la supervisión de las instituciones financieras individuales continúa siendo importante, no debemos permitir que los árboles nos impidan ver el bosque.
- Todas las políticas macroeconómicas deben ser anticíclicas, acumulando recursos en las épocas de bonanza para utilizarlos en los periodos de crisis. En particular, las autoridades fiscales deben reducir sus niveles de endeudamiento en los periodos de prosperidad para disponer de capacidad de respuesta en épocas de tensión.
- Las políticas macroeconómicas deben ser simétricas, respondiendo durante las etapas expansivas y contractivas de los ciclos financieros y económicos. Esta necesidad de simetría resulta crucial. No es suficiente esperar a sanear durante la fase contractiva. Las políticas macroeconómica y prudencial también deben combatir la acumulación de desequilibrios financieros durante la fase de expansión.
- La política económica debe basarse en un horizonte de tiempo dilatado que tenga en cuenta los desfases entre la acumulación de riesgos y su materialización.
- El enfoque debe ser holístico, reflejando la necesidad de combinar los marcos prudencial, monetario y fiscal. Ninguna de estas políticas es suficiente por sí sola.

III. ¿Por qué es necesario un marco de estabilidad financiera global?

La reciente crisis financiera ha demostrado que

¹ J. Caruana, *Grappling with systemic risk*, International Distinguished Lecture en el Centro de Estudios Financieros de Melbourne, 10 de febrero del 2010.

la disciplina del mercado no basta para lograr la estabilidad financiera global. Ha tenido lugar un claro fallo de mercado y son necesarias políticas públicas para subsanarlo. La autorregulación por sí misma no funciona. Los bancos y otras instituciones financieras sofisticadas aceptaron la responsabilidad de gestionar sus propios riesgos. Las técnicas avanzadas que utilizaron fueron incapaces de revelar los desequilibrios que se habían acumulado en el sistema financiero. En particular, estos modelos no tuvieron en cuenta la conducta endógena de los propios agentes. La gestión de riesgos tampoco respondió a los incentivos distorsionados que guiaban las conductas en el sector financiero. Las principales instituciones financieras se centraron en el logro de rentabilidades sobre recursos propios (ROE) insostenibles mediante un excesivo apalancamiento y el crecimiento de los beneficios no ajustados por el riesgo. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, los sistemas retributivos fueron defectuosos y alentaron una orientación a corto plazo. Estos incentivos distorsionados estuvieron en la raíz del fallo de mercado.

La crisis financiera de 2007-09 también nos ha enseñado que la regulación prudencial por sí sola no puede lograr la estabilidad financiera. Las políticas macroeconómicas también importan. La crisis ha desvelado que una política monetaria orientada a la estabilidad de los precios de consumo no basta para garantizar la estabilidad financiera. La crisis ha mostrado, además, que la política fiscal debe considerarse parte integral de un marco de estabilidad financiera. Los gobiernos respondieron a la crisis prestando un apoyo excepcional al sistema financiero, en forma de inyecciones de capital, garantías de su deuda y compras de activos. Esta respuesta global confirma de nuevo la necesidad de una estrategia mundial en pos de la estabilidad financiera. Más adelante me extenderé sobre esta dimensión.

1) El modelo de crecimiento basado en el apalancamiento sigue presente

Las autoridades económicas deben erradicar el modelo de crecimiento basado en el apalancamiento en las economías avanzadas, que estuvo en la raíz de la crisis financiera.² Para erradicar

² H. Hannoun, *Unwinding public interventions after the crisis*, discurso pronunciado en la Conferencia de Alto Nivel del FMI sobre Reversión de las intervenciones públicas – condi-

este modelo, debemos adoptar un nuevo paradigma de estabilidad financiera global, para evitar que unas políticas macroeconómicas excesivamente laxas se conviertan en fuente de inestabilidad financiera en el futuro. Para entender mejor el nuevo paradigma, debemos ser claros sobre el actualmente vigente, que ha gobernado la conducción de las políticas macroeconómicas desde los primeros años noventa. Los principios de este paradigma dominante han sido:

- evitar cualquier recesión;
- suavizar el ciclo económico. La reducida volatilidad del crecimiento económico y de la inflación durante los últimos 20 años ha forjado la ilusión de que el ciclo económico puede eliminarse;
- confiar en supuestos demasiado optimistas sobre el crecimiento del producto potencial; y
- rechazar la necesidad de actuar contra la acumulación de excesos financieros.

Como sucede en todos los cambios de paradigma, se produce un acontecimiento o anomalía que nuestra visión actual del mundo es incapaz de explicar y que subraya la necesidad de adoptar un nuevo paradigma. La crisis financiera de 2007-09 ha sido un acontecimiento de este tipo. Tras la crisis, es necesario un nuevo paradigma. Las autoridades económicas deben aceptar que la periódica aparición de suaves recesiones o de fuertes desaceleraciones del crecimiento podría ser el necesario precio a pagar para evitar graves recesiones. Hemos de reconocer también que las crisis financieras no son episodios atípicos, como demuestra su cotidiana aparición cada pocos años en alguna parte del sistema financiero global.³ Debemos aceptar que existe un ciclo económico. Ningún país ha conseguido eliminar este ciclo, por lo que necesitamos marcos de política económica que ofrezcan respuestas anticíclicas a las fluctuaciones de la economía real. Nuestros modelos deben reconocer que el futuro crecimiento del producto potencial podría ser menor de lo que se pensaba. Y, por último, debemos admitir que las políticas

ciones previas y consideraciones prácticas, Washington DC, 3 de diciembre de 2009.

³ S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper, *Financial crises and economic activity*, NBER, septiembre de 2009 (Working Papers, nº. 15379).

macroeconómicas y prudenciales deben combatir la acumulación de desequilibrios financieros y dar una respuesta simétrica a las contracciones económicas.

La gráfica I ilustra que el modelo de crecimiento basado en el apalancamiento sigue aún con nosotros. Los distintos paneles muestran el nivel de apalancamiento y deuda de los sectores financieros, privado y público en nueve economías avanzadas. La mayoría de nosotros estamos familiarizados con las estadísticas de deuda neta del sector público. Estas cifras presentan una medida más amplia del nivel de deuda bruta en el conjunto de esas economías. La deuda total no financiera ha seguido creciendo desde la quiebra de Lehman Brothers hace 18 meses, denotada por la línea roja vertical en cada uno de los paneles anteriores. Con arreglo a esta medida más amplia, la deuda bruta total se aproxima o supera 400% de PIB en Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania, Italia, España y Grecia. Sus niveles aún son mayores en Japón, Francia y Portugal. Obsérvese que los niveles de deuda del sector financiero en España, Francia, Grecia y Portugal incluyen efectivo y depósitos debido a limitaciones estadísticas.

2) La “paradoja de la inestabilidad financiera”

En el BPI, utilizamos la expresión *paradoja de la inestabilidad financiera* para describir una situación en la que el sistema aparenta mostrar una solidez máxima precisamente cuando es más frágil.⁴ Esto fue lo que ocurrió durante el periodo previo a la actual crisis financiera. La Gran Moderación en la volatilidad del producto y de la inflación indujo una falsa sensación de comodidad y forjó una ilusión de estabilidad financiera. La reducida volatilidad en la vertiente real de la economía se reflejó en un descenso de la volatilidad de las variables financieras. Sin embargo, esta volatilidad decreciente coincidió con un aumento del apalancamiento de los sectores financiero y privado en un grupo de economías avanzadas.

La utilización por parte de los gestores de riesgos de las instituciones financieras de modelos de valor en riesgo (VaR) procíclicos –calibrados con datos del reciente periodo de baja volatilidad y reducidas correlaciones entre diferentes clases

⁴ C. Borio y M. Drehmann, *Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences*, BPI junio de 2009 (Documentos de Trabajo, nº 284).

de activos– encubrió la acumulación de riesgos en el sistema financiero, contribuyendo a la sensación de complacencia. Estas medidas retrospectivas del riesgo alimentan los ciclos expansivos y contractivos en los mercados financieros. Por una parte, contribuyen al crecimiento de los desequilibrios financieros durante la fase expansiva. Por otra, el aumento de la volatilidad durante la fase contractiva incita a los gestores de riesgos a reducir sus exposiciones mediante la venta de posiciones de riesgo en un entorno de liquidez decreciente y caídas de los precios de los activos. En otras palabras, estos modelos de determinación del riesgo muestran un bajo valor del riesgo de mercado justo cuando éste alcanza niveles peligrosos, presentando luego un valor elevado cuando todos los agentes se han tornado ya aversos al riesgo. El supuesto de correlaciones bajas entre las diferentes clases de activos se ha demostrado particularmente nocivo en periodos de tensiones extremas. Los inversionistas que confiaban en la diversificación de carteras para gestionar sus riesgos vieron cómo esta estrategia fracasaba durante la crisis, conforme aumentaban las correlaciones entre las distintas clases de activos a medida que caían sus precios.

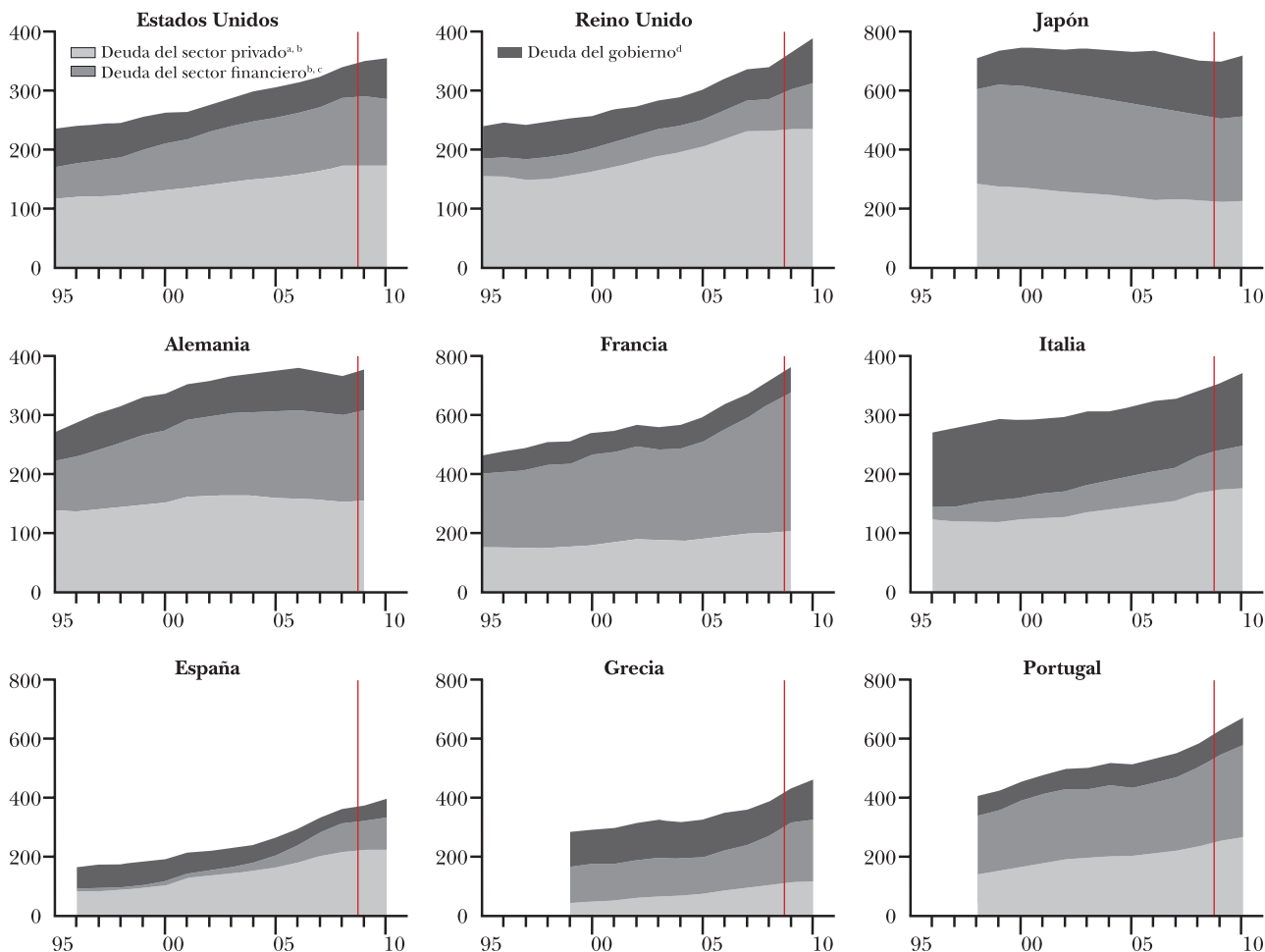
IV. ¿Cómo construir un marco de estabilidad financiera global?

He defendido la necesidad de un nuevo marco de estabilidad financiera global. Hasta ahora, mi discurso ha sido necesariamente conceptual, en tanto insta a las autoridades económicas a adoptar un nuevo paradigma de estabilidad financiera. Seguidamente, me gustaría discutir en términos más operativos cómo construir dicho marco.

1) *Objetivos de política e instrumentos disponibles*

He sostenido que la estabilidad financiera global no puede lograrse mediante la exclusiva utilización de políticas prudenciales y disciplina del mercado, sino que también requiere la contribución de las políticas monetaria y fiscal. Aunque estas contribuciones resultan en teoría razonables, en la práctica podrían ser muy difíciles de obtener. Una primera dificultad estriba en que las distintas autoridades económicas controlan instrumentos diferentes. De hecho, incluso la gama de responsabilidades de los propios bancos centrales presenta una gran disparidad. Si bien la mayoría de los bancos centrales de SEACEN tienen

GRÁFICA I. APALANCAMIENTO EN LOS SECTORES FINANCIERO, PRIVADO Y PÚBLICO (en porcentaje del PIB)



FUENTES: FMI; Datastream; OCDE; datos nacionales.

NOTAS: La línea vertical denota la fecha de la quiebra de Lehman Brothers. Los datos correspondientes a 2009 se basan en la última información trimestral disponible.

^aEmpresas no financieras, hogares y entidades sin ánimo de lucro. ^bDeuda total, excluidos depósitos y crédito comercial. En los casos de España, Francia, Grecia y Portugal, la deuda total incluye efectivo y depósitos debido a limitaciones estadísticas. ^cInstituciones financieras o instituciones monetarias. ^dDeuda del conjunto de las Administraciones Públicas.

responsabilidades tanto de política monetaria como prudencial, no todos son responsables de la supervisión bancaria, como sucede en los casos del Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Canadá.

Una segunda dificultad es que todas las políticas –prudencial, monetaria y fiscal– cuentan con sus propios objetivos prioritarios. La política monetaria debe centrarse en el control de la inflación, mientras que la política fiscal es responsable de la gestión anticíclica de la demanda. Así pues, los críticos podrían objetar que no es posible alcanzar dos objetivos con un único instrumento. Resulta tentador utilizar el nítido principio de atribución de Tinbergen, por el que cada instrumento se asigna a un único objetivo de po-

lítica. Pero este principio no significa que un instrumento deba asignarse de forma exclusiva a un único objetivo, sino simplemente que el número de instrumentos independientes debe al menos ser igual al número de objetivos. Desde este punto de vista, las políticas monetaria y fiscal aún pueden incorporar la estabilidad financiera como un objetivo secundario que contribuya a la consecución de sus objetivos prioritarios. La cuestión que se plantean las autoridades económicas es cómo integrar eficazmente estas políticas.

El cuadro 1 presenta las distintas áreas de política económica, sus objetivos prioritarios y la contribución que pueden hacer a la estabilidad financiera en tanto que objetivo secundario. Por ejemplo, el objetivo de la política monetaria es

estabilizar los precios y el de las políticas prudenciales mitigar los problemas de las instituciones financieras individuales. Pero como hemos visto, las políticas prudenciales no son suficientes para alcanzar la estabilidad financiera y necesitan el apoyo de la política monetaria. Una vez que se acepta este punto de vista, no debe adoptarse una visión estrecha de la función de reacción de las autoridades monetarias, es decir, pensar que su única finalidad es el control de la inflación a corto plazo. Por el contrario, también debe tener en cuenta el crecimiento del crédito y la información procedente de los mercados de activos, al objeto de promover la estabilidad financiera y macroeconómica a medio plazo. En ciertas circunstancias, los bancos centrales podrían considerar necesario dar una respuesta directa a esa información adicional, aun cuando la inflación se desvíe de su objetivo a corto plazo. El motivo es que la disyuntiva entre la estabilidad financiera y la estabilidad monetaria podría ser más aparente que real cuando se tiene en cuenta el horizonte temporal correcto. De hecho, es probable que los dos objetivos sean complementarios a largo plazo.

Cuadro 1

ÁREAS DE POLÍTICA Y CONTRIBUCIONES
A LA ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL

<i>Área de política</i>	<i>Objetivo prioritario</i>	<i>Objetivo de estabilidad financiera</i>
Prudencial	Mitigar los problemas de las instituciones financieras individuales	Tratar el riesgo sistémico (transversal, temporal)
Monetaria	Estabilizar los precios	Amortiguar los ciclos expansivos-contractivos del crédito y del precio de los activos
Cambiaria	Estabilizar el tipo de cambio	Reducir la volatilidad de los flujos de capital
Fiscal	Gestionar la demanda con criterio anticíclico	Mantener excedentes fiscales que permitan responder a las tensiones en el sistema financiero

Del mismo modo, la política fiscal podría utilizarse para una gestión anticíclica de la demanda, pero debería tener en cuenta la necesidad de mantener excedentes fiscales que permitan responder a las tensiones del sistema financiero. Esto significa que la deuda pública debe mantenerse en niveles razonablemente bajos durante los periodos de bonanza de forma que pueda emitirse deuda adicional en épocas de tensión

sin desestabilizar los mercados financieros.

El cuadro 2 muestra que el número de instrumentos disponibles en cada área de política es mucho mayor de lo que generalmente se cree. En los dos últimos años, los bancos centrales han sido muy creativos en el diseño y utilización de diferentes instrumentos para lograr sus objetivos. Aunque muchos de los instrumentos de una determinada área de política puedan estar relacionados, es posible que algunos de ellos sean más eficaces que otros, dependiendo de la estructura de la economía.

Para cada área de política, la columna de la izquierda relaciona los instrumentos que suelen utilizarse para lograr el objetivo prioritario, mientras que la columna de la derecha recoge los instrumentos que podrían contribuir a la consecución de la estabilidad financiera como objetivo secundario. Por ejemplo, los bancos centrales podrían perseguir el objetivo de estabilidad de precios mediante alguna combinación de cambios de la tasa de interés oficial y del corredor entre las tasas de las facilidades de depósito y de crédito. Pero los bancos centrales también han demostrado que pueden prestar apoyo al sistema financiero, utilizando su balance para ofrecer liquidez excepcional o influir sobre los diferenciales de rendimiento. Del mismo modo, tanto la política prudencial como la política fiscal disponen de instrumentos que pueden utilizarse para lograr la estabilidad financiera global. Posteriormente citaré algunos ejemplos concretos.

Un aspecto importante que suele omitirse en las discusiones sobre objetivos e instrumentos es la dimensión global. Vivimos en economías abiertas e interconectadas donde las decisiones de política de un país afectan a las de sus vecinos. El sistema financiero global ofrece también un mecanismo de transmisión desde unas economías hacia otras. Por tanto, ciertos instrumentos de política tendrán efectos que traspasen las fronteras de un país, contribuyendo quizás a la inestabilidad en otras regiones. La constatación de esta dimensión transfronteriza acentúa la necesidad de una cooperación más global entre las autoridades económicas, como parte de un marco de estabilidad financiera global.

Seguidamente, describo las respectivas contribuciones a este marco de las políticas prudencial, monetaria y fiscal.

2) La dimensión de política prudencial

Tras la crisis, comienza a contemplarse la política

Cuadro 2

¿CÓMO CONSTRUIR UN MARCO DE ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL?: OBJETIVOS (EN CURSIVA) E INSTRUMENTOS

<i>Política prudencial</i>		<i>Política monetaria</i>		<i>Política fiscal</i>	
<i>Mitigar los problemas de los bancos individuales (microprudencial)</i>	<i>Mitigar los problemas del conjunto del sistema (macroprudencial)</i>	<i>Mantener la estabilidad de precios</i>	<i>Amortiguar las expansiones</i>	<i>Gestionar la demanda agregada</i>	<i>Generar excedentes fiscales en épocas de bonanza</i>
Calidad/cantidad de capital	Requerimiento de capital anticíclico	Tasa de interés oficial	Elevar la tasa de interés oficial	Impuestos	Reducir los niveles de deuda
Coefficiente de apalancamiento	Provisionamiento dinámico	Operaciones con pacto de recompra (<i>repos</i>) convencionales	Elevar los coeficientes de reservas obligatorias	Estabilizadores automáticos	Introducir impuestos/gravámenes sobre el sector financiero
Niveles de liquidez	Requerimiento de capital sistémico	Políticas de garantías	Drenar liquidez (certificados de tesorería del banco central, <i>repos</i> excepcionales)	Enfoque anticíclico (discrecional)	<i>Ofrecer apoyo al sector financiero en épocas de tensión</i>
Riesgo de crédito de contraparte	Coefficiente de apalancamiento	Pago de intereses sobre reservas	<i>Ofrecer estímulos en las contracciones</i>		Inyecciones de capital
Límites a las actividades bancarias (por ejemplo, negociación por cuenta propia)	Límites máximos a la relación préstamo-valor	Corredores de política	Reducir la tasa de interés oficial		Garantías de depósitos y deuda
Fortalecimiento de la gestión de riesgos	Infraestructura robusta (entidades de contraparte central)		Reducir los coeficientes de reservas obligatorias		Paquetes de rescate bancario
			Inyectar liquidez		Estímulos discrecionales
			Relajación cuantitativa y crediticia		
			Provisión de liquidez de emergencia		
			<i>Estrategias de salida</i>		
			<i>Excedentes de reservas de divisas</i>		

prudencial desde una perspectiva dual: una dimensión microprudencial diseñada para mitigar los problemas de los bancos individuales y una dimensión macroprudencial diseñada para mitigar los problemas del conjunto del sistema financiero (ver el cuadro 3). El marco mejorado de Basilea II, más el enfoque macroprudencial, reciben la denominación de Basilea III.

El marco mejorado de Basilea II proporciona el marco microprudencial. El documento de consulta publicado en diciembre pasado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea presenta una impresionante gama de reformas de la regulación en toda la entidad bancaria que aumentará la flexibilidad de las instituciones financieras individuales en periodos de tensión. En primer lugar, eleva la cantidad y mejora la calidad del capital de Nivel 1. En segundo lugar, aborda la urgente necesidad de garantizar la aplicación de requerimientos de capital adecuados a la cartera de negociación de los bancos. En

tercer lugar, refuerza las prácticas de gestión de riesgos y divulgación de los bancos. En cuarto lugar, introduce un coeficiente de apalancamiento que complementa las medidas ponderadas por el riesgo. Y, en quinto lugar, aborda el riesgo de crédito de contraparte planteado por los derivados extrabursátiles (OTC). Más adelante, me extenderé sobre cada una de estas reformas.

Las autoridades económicas vienen combinando esta base microprudencial con un enfoque macroprudencial al objeto de dar respuesta al riesgo sistémico. Este enfoque incluye dos importantes dimensiones.

En primer lugar, trata de garantizar la estabilidad del sistema financiero a lo largo del tiempo (la dimensión temporal). En particular, aborda los procesos de retroalimentación entre el sistema financiero y la economía real que contribuyen a la prociclicidad. Ejemplos de instrumentos que podrían reducir la prociclicidad son los requerimientos de capital anticíclicos, la dotación

Cuadro 3

BASILEA II MEJORADO + ENFOQUE MACROPRUDENCIAL
= BASILEA III

<i>Política prudencial</i>	<i>Ejemplo de reforma</i>
Marco micro-prudencial: Basilea II mejorado	<p>Aumento de la cantidad y mejora de la calidad del capital</p> <p>Urgente necesidad de adecuados requerimientos de capital en la cartera de negociación</p> <p>Mejora de la gestión de riesgos y de la divulgación</p> <p>Introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario a las medidas ponderadas por el riesgo</p> <p>Tratamiento del riesgo de crédito de contraparte planteado por los derivados extrabursátiles (OTC)</p>
Enfoque macroprudencial	<p>Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (prociclicidad)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Requerimientos de capital anticíclicos y provisionamiento dinámico • Reglas de conservación del capital para mantener mayores excedentes de capital <p>Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (enfoque sistémico)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Requerimiento de capital adicional y sistémico en instituciones financieras de importancia sistémica • Identificación de interconexiones y exposiciones comunes en todas las instituciones financieras • Vigilancia sistémica de los derivados OTC (infraestructura de las entidades de contrapartida central)

dinámica de provisiones para insolvencias y las reglas de conservación del capital bancario que garanticen una prudente retención de beneficios.

Y, en segundo lugar, el enfoque macroprudencial trata de lograr la estabilidad del sistema financiero en todo momento (la dimensión transversal). Por ejemplo, se está estudiando la aplicación de un requerimiento de capital sistémico a grandes instituciones financieras interconectadas que reconoce explícitamente la mayor contribución de estas instituciones al riesgo sistémico. La dimensión transversal también pondrá el acento en las interconexiones entre las posiciones comunes a todas las instituciones financieras, que son competencia de la política macroprudencial. Otra área de interconectividad que ha aflorado durante la reciente crisis es el mercado de derivados OTC. Estos mercados complejos y opacos plantean tanto riesgos microprudenciales en el ámbito de las instituciones financieras individuales como riesgos macroprudenciales para el conjunto del sistema financiero.

Los mercados de derivados OTC estarán sometidos a vigilancia sistémica. Simultáneamente, se limitarán las interconexiones entre instituciones financieras a través de infraestructuras de mercado más flexibles. A este respecto, existen varios métodos: uno es la negociación de derivados financieros en mercados organizados; otro consiste en sustituir la red de exposiciones bilaterales mediante la interposición de robustas entidades de contrapartida central.

El marco mejorado de Basilea II y el enfoque macroprudencial conforman el marco de Basilea III. Estos enfoques de supervisión micro y macroprudencial guardan una clara interrelación, ya que una mayor capacidad de reacción en cada entidad bancaria individual reduce el riesgo de perturbaciones sistémicas.

3) *Política microprudencial*

En retrospectiva, es evidente que el sistema bancario global se adentró en la crisis con un capital insuficiente, tanto en cantidad como en calidad. Recuérdese que las instituciones financieras reguladas tienen la obligación de mantener como capital de Nivel 1 y Nivel 2 un 8% de sus activos ponderados por el riesgo, representando el capital de Nivel 1 al menos la mitad de esa cifra. Por desgracia, la definición de capital incluía instrumentos o rubros contables incapaces de absorber pérdidas con el criterio de actividad continuada. Los participantes en el mercado lo sabían, por lo que pusieron el acento en los niveles de capital ordinario tangible dentro de las estructuras de recursos propios de los bancos (tras deducir los activos intangibles, como el fondo de comercio). Los niveles de capital de Nivel 1 básico se revelaron muy escasos. Ante los quebrantos contables aflorados en el 2008 a consecuencia de la pérdida de valor de los activos, los mercados interbancarios dejaron de funcionar en el cuarto trimestre, dadas las reticencias de los bancos a operar entre sí sin garantías. Como resultado, los bancos tuvieron que captar capital y desapalancar sus carteras de negociación en mitad de la crisis. Dado que los acreedores y accionistas de los bancos no eran capaces de distinguir entre entidades buenas y malas, las fuentes de nuevo capital privado se vieron gravemente coartadas. El resultado fue la necesidad de un masivo apoyo público para recapitalizar los bancos, garantizar los depósitos y pasivos bancarios y avalar o adquirir los activos deteriorados de algunas de las mayores instituciones financieras. Como ilustra

Cuadro 4

PÉRDIDAS, AJUSTES CONTABLES E INYECCIONES DE CAPITAL EN ENTIDADES BANCARIAS

(En miles de millones de dólares)

	Pérdidas y ajustes contables	Inyecciones de capital				Total	Como % de las pérdidas
		De los mercados	Como % de las pérdidas	Del sector público	Como % de las pérdidas		
Global	1226.8	744.6	60.7	484.4	39.5	1229.0	100.2
Norteamérica	665.5	301.4	45.3	211.3	31.8	512.7	77.0
Europa	520.1	318.9	61.3	272.1	52.3	591.0	113.6
Asia	41.2	125.3	304.1	0.0	0.0	125.3	304.1

FUENTE: Bloomberg. A 31 de diciembre de 2009.

la gráfica IV, el volumen total de inyecciones de capital en todo el mundo a finales de 2004 equivalía aproximadamente al total de las pérdidas y ajustes contables durante el mismo periodo.

a) Aumento y mejora del capital

El Comité de Basilea ha respondido elevando tanto la calidad como la cantidad del capital. El paquete de reformas introduce una definición más estricta del capital ordinario, limita los instrumentos admisibles como capital de Nivel 1, introduce un conjunto armonizado de filtros y deducciones prudenciales y mejora la transparencia y la disciplina del mercado a través de nuevos requisitos de divulgación.

El cuadro 5 ofrece una visión panorámica de la nueva definición del capital regulador de Nivel 1. En el lado izquierdo, puede observarse la distinción entre el capital de Nivel 1 básico (es decir, el capital ordinario) y otros instrumentos que pueden absorber pérdidas bajo el criterio de actividad continuada, que constituyen el capital restante de Nivel 1.⁵ Obsérvese que el Nivel 1 básico se calcula neto de activos intangibles (como el fondo de comercio) y de otras deducciones, para garantizar que en el Nivel 1 predomine el capital ordinario tangible, los beneficios no distribuidos y las reservas. El Nivel 1 básico no incluye ningún instrumento análogo a la deuda y las deducciones se armonizan

internacionalmente para crear condiciones competitivas equitativas.

El siguiente estrato de capital de Nivel 1 comprende otros instrumentos capaces de absorber pérdidas con el criterio de actividad continuada que carecen de fecha de vencimiento y de incentivos a la amortización. El capital preferente es un ejemplo de estos instrumentos. También se incluye cualquier título de este tipo adquirido por el sector público en los procesos de recapitalización bancaria.

Por último, el Comité de Basilea también está estudiando el papel de los títulos de capital contingente, como las obligaciones convertibles contingentes. Estos instrumentos análogos a la deuda se convierten en capital ordinario cuando el capital de Nivel 1 de un banco cae por debajo de un umbral definido de antemano, ofreciendo un margen de seguridad durante periodos de tensión. En conjunto, estos cambios aumentarán la capacidad de los bancos para hacer frente a las pérdidas, al garantizar la disponibilidad de un nivel adecuado de capital para su absorción.

b) Aumento de los requerimientos de capital en la cartera de negociación

Otra área con urgente necesidad de mayores requerimientos de capital es la cobertura de los riesgos de la cartera de negociación. Basilea II puso básicamente el acento en la cartera de inversión, que incluye activos tradicionales, como los créditos. Sin embargo, las principales pérdidas afloradas durante la crisis financiera de 2007-09 provinieron de la cartera de negociación, especialmente de complejas posiciones de titulización, como los bonos de titulización de deuda. Los requerimientos de capital de la cartera de negociación son extremadamente reducidos,

⁵ El Documento de Consulta publicado en 2009 por el Comité de Basilea distingue entre capital de actividad continuada (Nivel 1) y capital de actividad finalizada (Nivel 2). El capital de actividad continuada es capaz de absorber pérdidas mientras la institución financiera permanece solvente. El capital de actividad finalizada absorbe pérdidas tras la insolvencia de la entidad y durante la liquidación de sus activos.

Cuadro 5

MEJORA DE LA CALIDAD DEL CAPITAL
DE NIVEL 1

Categorías de Nivel 1	Cálculo	Notas
Capital ordinario (Nivel 1 básico)	Capital ordinario – Fondo de comercio (deducción) = Capital ordinario tangible – Otras deducciones = Capital ordinario neto de deducciones	<ul style="list-style-type: none"> • Debe predominar el capital ordinario más beneficios no distribuidos y otras partidas del resultado total • El Nivel 1 básico no incluye instrumentos análogos a la deuda • No se permite la <i>innovación financiera</i> • Neto de deducciones (fondo de comercio, activos por impuestos diferidos, participaciones minoritarias, inversiones en acciones propias, etc.) • Armonización internacional de las deducciones
Capital adicional de actividad continuada ^a	+ Capital preferente + Otros instrumentos de absorción de pérdidas sin fecha de vencimiento (sólo se admite un número limitado de características análogas a las de la deuda) = Capital de Nivel 1 (capital de actividad continuada) ¹ Obligaciones convertibles contingentes (capital contingente)	<ul style="list-style-type: none"> • Los instrumentos deben satisfacer estrictos criterios de admisión (por ejemplo, subordinación, ausencia de fecha de vencimiento, dividendos no acumulativos totalmente discretionales, ausencia de incentivos a la amortización) • Sólo se admite un número limitado de características análogas a las de la deuda (dividendos preferentes) • Admisión de ciertos instrumentos de capital en estudio (incluidos los instrumentos procedentes de los paquetes de rescate públicos) • Eliminación del uso de instrumentos de deuda híbridos innovadores • Mejor divulgación de todos los elementos del capital de Nivel 1, incluyendo todos los ajustes reguladores, características principales, explicación de coeficientes • En estudio: conversión en capital de ciertos instrumentos de deuda en la estructura de capital de los bancos cuando se alcanza un determinado umbral definido de antemano

^a El capital de Nivel 1 absorbe pérdidas con el criterio de actividad continuada (es decir, la institución financiera es solvente). El capital de Nivel 2 absorbe pérdidas con el criterio de actividad finalizada (es decir, tras la insolvencia y durante la liquidación).

incluso en relación con las estimaciones de capital económico de los bancos.

El Comité de Basilea ha corregido esta anomalía. Como consecuencia, el requerimiento de capital de la cartera de negociación aumentará “no de forma marginal, sino en un múltiplo elevado”. La aplicación de estos requerimientos de capital adicional está prevista para finales de 2010. Ante los riesgos planteados por esta vulnerabilidad de los balances de los bancos, su aplicación es inaplazable. La reforma planteada permitiría dar respuesta a la excesiva asunción de riesgos por parte de los bancos, tanto en sus operaciones por cuenta ajena como en la negociación por cuenta propia.

c) Mejora de la gestión de riesgos y de la divulgación

La crisis ha puesto de relieve el fracaso de las técnicas *avanzadas* de gestión de riesgos empleados por los bancos basadas en modelos internos. Estos modelos redujeron la magnitud percibida de los riesgos de mercado, generando una falsa sensación de comodidad. Mediante la alquimia de la gestión de riesgos, unos volúmenes nominales de riesgo muy elevados se traducen en unos valores VaR muy reducidos. Estas medidas estadísticas del riesgo deben analizarse con mucha cautela. Los cálculos VaR transforman posiciones de riesgo complejas y multidimensionales (y, por tanto, enormes volúmenes nominales en potencia) en un único indicador de riesgo. En particular, los supuestos sobre correlación, volatilidad y liquidez del mercado incorporados en esos modelos de medición del riesgo podrían no ser válidos en periodos de graves tensiones. Así pues, resulta muy importante entender las limitaciones de estas medidas estadísticas del riesgo y hacer uso de opiniones expertas. También es importante utilizar pruebas de tensión para explorar escenarios extremos situados en *la parte final de las colas* de la distribución de probabilidad.

El Comité de Basilea está implantando un requerimiento de capital VaR-tensionado (*stressed-VaR*) para la cartera de negociación basado en un periodo de 12 meses con tensiones significativas. El Comité también ha publicado un conjunto integral de principios para el buen gobierno, el diseño y la realización de programas de pruebas de tensión en los bancos.⁶ Los principios corrigen

⁶ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Principios para la realización y supervisión de pruebas de tensión, mayo de 2009.

las deficiencias de esos programas desveladas por la crisis financiera. Dada la importancia de la gestión de riesgos, es necesario acometer nuevos trabajos en esta área para subsanar las deficiencias detectadas.

d) Introducción de un coeficiente de apalancamiento en las instituciones financieras

Esta discusión conduce de forma natural a la propuesta de aplicar un coeficiente de apalancamiento a las instituciones financieras. Recuérdese que el denominador del coeficiente de capital de un banco es una medida de sus activos ponderados por el riesgo. En el marco de Basilea II, los bancos tienen la posibilidad de calcular el volumen de sus activos ponderados por el riesgo a través del método estándar, basado en calificaciones externas, o del método basado en calificaciones internas, que descansa en los propios modelos de medición del riesgo de la entidad bancaria. En la mayoría de los casos, estos cálculos sólo cubren los activos mantenidos en el balance, y se excluyen los activos del sistema bancario no regulado (entidades instrumentales y vehículos especiales de financiación).

Dadas las dificultades que tienen los supervisores y reguladores para vigilar los activos de un banco y su complejidad, la aplicación de un sencillo coeficiente de apalancamiento (un cociente capital/activos) es una medida sensata para complementar los indicadores ponderados por el riesgo, que se ha utilizado desde hace algún tiempo en los bancos comerciales de Canadá y Estados Unidos y el pasado año se adoptó en Suiza. Un coeficiente de apalancamiento ejerce una restricción vinculante si los bancos tratan de arbitrar el marco sensible al riesgo, como hicieron con sus carteras de negociación antes de la crisis. Al mismo tiempo, introduce salvaguardas adicionales frente al riesgo de modelo y a los errores de medición del riesgo, actuando así como una útil red de seguridad.

La aplicación de un coeficiente de apalancamiento simple exige tener en cuenta una serie de aspectos. En primer lugar, debe incluir ciertas partidas fuera de balance en la cifra de activos totales utilizando un factor lineal de conversión del crédito de 100%. En segundo lugar, debemos garantizar que el coeficiente de apalancamiento se aplica de forma consistente en todo el mundo. Por poner un ejemplo, el apalancamiento bancario es significativamente menor con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados

(GAAP) estadounidenses que con las NIIF, debido a la compensación de los derivados OTC que permiten aquéllos. Dado que los bancos podrían poseer contratos compensatorios entre sí, los GAAP estadounidenses permiten a los bancos contabilizar sus exposiciones netas, mientras que las NIIF no admiten esa compensación. Como consecuencia, el tamaño de los activos totales de un banco puede variar significativamente en función del tratamiento que se dé a este rubro contable. Cualquier propuesta que realice el Comité de Basilea tendrá en cuenta esta diferencia.

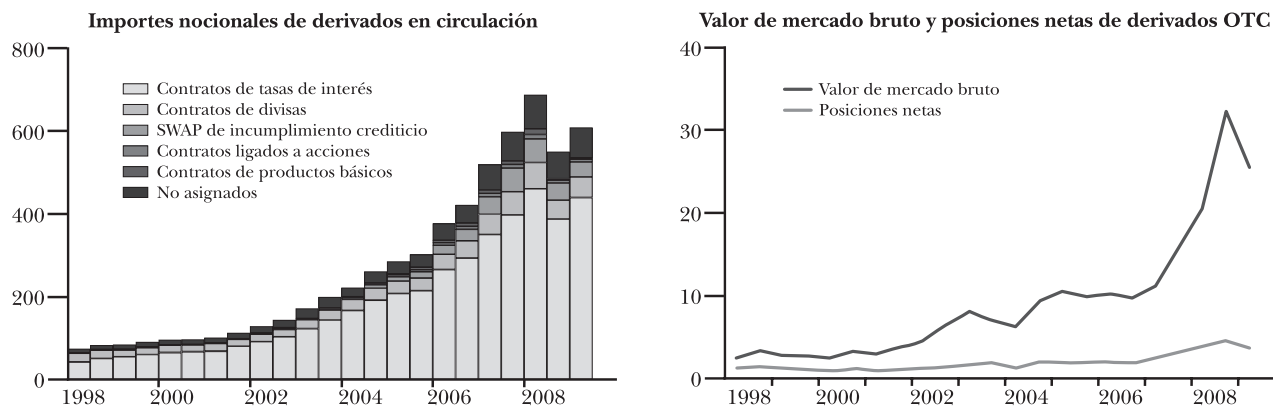
e) Tratamiento de los riesgos de crédito de contraparte planteados por los derivados OTC

Los derivados OTC (extrabursátiles) constituyen una fuente de riesgo de crédito de contraparte que no atrajo suficiente atención hasta que se produjo la crisis. Como mencioné anteriormente, este mercado plantea riesgos tanto para las instituciones financieras individuales (microprudencial) como para el sistema financiero (macroprudencial). Dentro de un momento, me extenderé sobre la dimensión macroprudencial.

Como saben, el BPI elabora y publica estadísticas de los mercados de derivados a partir de la encuesta semestral que coordina el Comité sobre el Sistema Financiero Global. Los derivados OTC se negocian de forma bilateral entre bancos, otras instituciones financieras y empresas. Estas negociaciones no tienen lugar en mercados organizados, lo que dificulta conocer quién asume el riesgo último. La exposición de un banco a los derivados OTC sólo se divulga en las notas al pie de página de sus estados financieros y su tratamiento varía en función de si el banco está sujeto a los GAAP en su jurisdicción o a las normas de contabilidad, NIIF.

Aunque la compensación de derivados está en consonancia con las mejoras prácticas en materia de gestión de riesgos bancarios, es posible que esta práctica no satisfaga las necesidades de los supervisores y bancos centrales preocupados por la estabilidad financiera global. No podemos perder de vista los importes brutos de estas posiciones en derivados. En una crisis, los relevantes para la estabilidad financiera son los importes brutos, no los netos. La compensación sólo tiene sentido si la contraparte sigue queriendo y pudiendo satisfacer sus obligaciones con arreglo al contrato de derivados y existe el marco operativo para liquidar ese contrato. La quiebra de Lehman

GRÁFICA II. RIESGOS DE CRÉDITO DE CONTRAPARTE EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS OTC^a



FUENTE: Estadísticas del BPI.

^a Datos semestrales, en billones de dólares de EUA. El último dato corresponde a junio del 2009.

Brothers puso de relieve la fragilidad de estos supuestos.

Considérense por un momento las estadísticas más recientes publicadas por el BPI, recogidas en la gráfica II. En junio del 2009, el importe nominal de derivados OTC en circulación era de 605 billones de dólares, pero las posiciones netas solamente ascendían a 3.7 billones de dólares. En otras palabras, las posiciones netas en derivados OTC representan menos de 1% de los importes nominales.

Es poco probable que las asignaciones de capital económico de los bancos cubran convenientemente los riesgos que representan esos volúmenes colosales. A fin de mitigar esta fuente de riesgos, el Comité de Basilea está introduciendo mejoras en la cobertura del riesgo de crédito de contraparte planteado por las posiciones bilaterales en derivados OTC e incentivando su traslado hacia entidades de contrapartida central y mercados organizados mediante la aplicación de ponderaciones por riesgo preferentes a las posiciones negociadas en estas infraestructuras, siempre que se cumplan unos rigurosos criterios.

f) ¿Por qué la regulación microprudencial es aún insuficiente?

No cabe duda de la necesidad de una supervisión más diligente de las instituciones financieras individuales. Sin embargo, la discusión realizada hasta ahora ha puesto de relieve los motivos por los que la regulación microprudencial resulta insuficiente para garantizar la estabilidad financiera global. En primer lugar, muchas de las pérdidas sufridas por las instituciones financieras

reguladas se originaron en entidades situadas fuera del perímetro de regulación. Los bancos globales recurrieron al arbitraje regulator, apalancándose mediante vehículos fuera de balance (o mediante apalancamiento implícito) poco transparentes para los supervisores. Este sistema bancario no regulado generó fuertes quebrantos contables que amenazaron la solvencia de instituciones financieras de importancia sistémica, haciendo necesaria la intervención del sector público. Esta acumulación de riesgos sistémicos no fue detectada por los supervisores.

Un segundo motivo por el que la regulación microprudencial es insuficiente reside en las regulaciones mismas. En retrospectiva, da la impresión de que los distintos países no aplicaron las regulaciones vigentes con el mismo rigor. Así pues, una lección básica es que la regulación no funcionará sin una supervisión adecuada que haga transparentes las estructuras de las instituciones financieras y garantice la aplicación de las reglas en la práctica.

4) Política macroprudencial

Existe en la actualidad un consenso generalizado sobre la necesidad de reforzar la orientación macroprudencial de los marcos reguladores y supervisores. El significado de esta expresión, acuñada durante los años setenta en el BPI, fue aclarado por Andrew Crockett en un discurso pronunciado en el 2000.⁷ Tras la crisis financiera,

⁷ A. Crockett, *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability*, discurso en la 11ª Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, Basilea, 21 de

la necesidad de adoptar un enfoque macroprudencial ha pasado a ser lugar común. ¿Pero qué significa exactamente esta expresión? Pese a su aparición casi diaria en discursos y debates de política económica, aún carece de una interpretación común.

a) Definición de política macroprudencial

En el BPI, definimos política macroprudencial como:

“[El] uso de instrumentos prudenciales con el objetivo explícito de promover la estabilidad del conjunto del sistema financiero, y no necesariamente de las instituciones individuales que lo forman”.⁸

En otras palabras, el enfoque macroprudencial se centra en el conjunto del sistema financiero, a diferencia de (y además de) las instituciones individuales. Asimismo, se considera que el riesgo agregado depende de la conducta de las instituciones financieras; actuaciones presumiblemente racionales desde una perspectiva individual pueden llevar aparejados resultados agregados indeseables.

Desde un punto de vista conceptual, la regulación macroprudencial atiende a dos dimensiones del riesgo agregado en el sistema financiero: una dimensión temporal y una dimensión transversal.⁹ La dimensión temporal se refiere a la forma en que evoluciona el riesgo agregado a lo largo del ciclo macroeconómico. El problema de política asociado consiste en atenuar la prociclicidad del sistema financiero. La dimensión transversal se refiere al modo en que el riesgo agregado se distribuye por el sistema financiero en todo momento y a la forma en que la estructura del sistema financiero influye en su propia respuesta a las perturbaciones (y en su posible amplificación de las mismas). Este fenómeno de propagación de efectos podría surgir, por ejemplo, si las entidades financieras mantienen exposiciones comunes al riesgo o interconexiones en red. El problema para las políticas consiste en dar respuesta a esas exposiciones comunes e interconexiones entre instituciones financieras.

Como pueden apreciar a partir de la anterior definición, el término *macroprudencial* se refiere a

la aplicación de un enfoque sistémico a la supervisión de las instituciones financieras. Sin embargo, numerosos analistas vienen utilizando el término como una expresión comodín para referirse a todas las iniciativas de reforma de la arquitectura financiera internacional actualmente en marcha. Esta tendencia debe rechazarse por una serie de razones. En primer lugar, las definiciones genéricas amplían innecesariamente el objetivo a perseguir por los supervisores y limitan su responsabilidad. Si el término macroprudencial se refiere a cualquier cosa, entonces no se podrá pedir responsabilidades a nadie.

En segundo lugar, es importante que las políticas macroprudenciales no se consideren sustitutivas de unas políticas monetarias y fiscales sólidas. Aunque el impacto de las políticas en un área influirá sobre el logro de objetivos en la otra, estas políticas son complementarias, no sustitutivas. Por ejemplo, la propuesta de elevar los requerimientos mínimos de capital en las instituciones financieras es una política microprudencial. Exigir a los bancos que mantengan mayores excedentes de capital por encima de esos mínimos es una política macroprudencial. La subida de las tasas de interés oficiales para endurecer las condiciones monetarias de una economía es una decisión de política monetaria. Cabría pensar que unos mayores excedentes de capital en el sector financiero podrían ser una alternativa a la subida de las tasas de interés, pero no es así. Aunque ambos instrumentos podrían limitar la disponibilidad de crédito, los mayores coeficientes de capital sólo afectan a los bancos, mientras que las mayores tasas de interés oficiales influyen en toda la economía, así como en el tipo de cambio. Una subida de las tasas de interés oficiales afecta a las decisiones intertemporales de ahorro y consumo de los hogares, a las decisiones de inversión de las empresas y al valor de los futuros beneficios y derechos sobre diferentes activos. Un aumento de la tasa oficial es también una señal importante sobre las perspectivas de la economía y, lo que aún es más importante, desempeña un papel fundamental en el anclaje de las expectativas de inflación. Cualquier respuesta concomitante de los tipos de cambio a una subida de las tasas de interés ofrece otro canal de reducción del producto, que opera a través del sector productor de bienes y servicios comerciables. En cambio, un aumento de los niveles mínimos y de los colchones de capital de las entidades bancarias tiene efectos mucho más limitados sobre las condiciones del sector financiero.

septiembre de 2000.

⁸ P. Clement, “The term ‘macroprudential’: origins and evolution”, *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2010.

⁹ J. Caruana, *Grappling with systemic risk*, International Distinguished Lecture en el Centro de Estudios Financieros de Melbourne, 10 de febrero de 2010.

Los hogares y empresas pueden eludir este canal del crédito bancario mediante su endeudamiento en los mercados de capitales o en el sector financiero no bancario, o utilizando el ahorro familiar o los beneficios no distribuidos para financiar la inversión.

b) Tratamiento de la prociclicidad

La prociclicidad describe los mecanismos de retroalimentación existentes dentro del sistema financiero y entre éste y la economía real que pueden exacerbar los ciclos de expansión y contracción, socavando la estabilidad financiera y macroeconómica. Estos efectos son más visibles durante la fase contractiva. A medida que se acentúan las tensiones, se materializan riesgos previamente desconocidos, agudizando la contracción que ya está en curso. Sin embargo, los efectos de la prociclicidad son críticos (aunque están ocultos) durante la fase expansiva, cuando se acumulan los riesgos subyacentes. La experiencia histórica muestra que los errores en la concesión de créditos se cometen durante la fase expansiva, pero sólo se manifiestan durante la etapa contractiva.

La respuesta de política a la prociclicidad debe consistir en la acumulación y posterior reducción de reservas de capital con criterio anticíclico a lo largo del ciclo económico. Estos márgenes de seguridad deben crearse durante los periodos de bonanza, cuando resulta más sencillo y barato hacerlo.¹⁰ La acumulación de capital limitará la toma de riesgos durante la fase expansiva del ciclo económico. Los márgenes de seguridad podrán luego reducirse durante la fase contractiva, lo que permitirá que el sistema absorba con mayor facilidad las tensiones que vayan apareciendo y debilitará los mecanismos de retroalimentación.

Es importante distinguir entre el requerimiento mínimo de capital regulador y los excedentes por encima del mínimo. El incumplimiento del mínimo regulador lleva aparejadas graves consecuencias, incluso el cierre del banco. En cambio, los excedentes de capital se acumulan durante los periodos de bonanza, de forma que puedan absorber pérdidas sin que el banco deje de ser solvente.

¹⁰ Banco de Pagos Internacionales, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, abril de 2009.

El Comité de Basilea ha propuesto la acumulación de estos excedentes a través de una combinación de requerimientos de capital anticíclicos, provisionamiento dinámico y medidas de conservación del capital.¹¹ Hemos de explorar también otros posibles instrumentos macroprudenciales, como las relaciones préstamo a valor.

- Un requerimiento de capital anticíclico exigirá que las instituciones financieras mantengan más capital en épocas de bonanza, permitiendo su reducción en periodos de recesión.¹²
- El provisionamiento dinámico induce la dotación de provisiones con una orientación prospectiva basada en la pérdida esperada, a diferencia de las provisiones con orientación más retrospectiva basada en la pérdida registrada. El enfoque dinámico capta las pérdidas reales de una forma más transparente, siendo también menos procíclico que el actual modelo de dotación de provisiones basado en *la pérdida registrada*.
- Las medidas de conservación del capital incluyen actuaciones encaminadas a limitar el pago de dividendos excesivos, la recompra de acciones propias y las retribuciones que realizan las instituciones financieras. Mediante la retención de beneficios durante los periodos de bonanza, el banco acumula excedentes de capital que pueden absorber los quebrantos por pérdida de valor de los activos en las etapas de recesión. Cuando el banco está sufriendo pérdidas y su coeficiente de capital está cayendo hacia el mínimo, tiene difícil justificación el mantenimiento de esquemas de distribución de capital propios de periodos de bonanza. La crisis ha demostrado la necesidad de que los supervisores estén facultados para impedir excesivas distribuciones de capital a través de dividendos, recompras de acciones y pago de retribuciones.
- Por último, las relaciones préstamo a valor limitan el volumen de deuda que puede utilizarse para financiar un activo. Por ejemplo, numerosos países de Asia Oriental han impuesto límites máximos a las relaciones préstamo a

¹¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector – consultative document*, diciembre de 2009.

¹² Banco de Pagos Internacionales, *79º Informe Anual*, 2009, pp 131–35.

valor en la concesión de créditos hipotecarios para contrarrestar el auge de los mercados de la vivienda.

c) Tratamiento de instituciones financieras de importancia sistémica

En relación con la dimensión transversal, es preciso que capturemos el riesgo sistémico y ajustemos los instrumentos prudenciales en función de la contribución de cada institución individual a ese riesgo. Por enunciarlo con mayor claridad, la tarea consiste en identificar instituciones financieras de importancia sistémica y en ajustar sus requerimientos de capital para reflejar su mayor amenaza potencial para la estabilidad del sistema financiero global. Existen varios criterios que pueden utilizarse para identificar instituciones financieras de importancia sistémica (es decir, *demasiado importantes para quebrar*):¹³

- Tamaño: por lo general, la contribución de una institución financiera al riesgo sistémico aumenta de forma más que proporcional a su tamaño. Este resultado sugiere la necesidad de un coeficiente de apalancamiento simple que complemente el marco sensible al riesgo de Basilea II.
- Interconectividad: esta característica describe una situación donde los problemas de una institución elevan la probabilidad de problemas en otras.
- Posibilidad de sustitución: algunas instituciones prestan servicios cruciales para el fluido funcionamiento del sistema financiero, como los de compensación y liquidación.
- Concentración: algunos sistemas financieros o segmentos del mercado se caracterizan por la presencia de un escaso número de agentes de gran tamaño que dominan un mercado de servicios financieros con pocas alternativas.
- Exposiciones comunes: es posible que las instituciones financieras mantengan posiciones similares a las de sus competidores, por lo que una perturbación común podría generar problemas simultáneos en múltiples instituciones.

¹³ BPI-FMI, *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, octubre de 2009.

La exposición de los bancos globales a los préstamos de alto riesgo (subprime) en Estados Unidos constituye un ejemplo reciente.

Dada la complejidad y la operativa transfronteriza de las instituciones financieras de importancia sistémica, resulta necesario crear colegios de supervisores y mecanismos transfronterizos de reestructuración bancaria para subsanar esta vulnerabilidad del sistema financiero.

d) Tratamiento del riesgo moral: del rescate financiero a la asunción de costos

Por medio de identificación de las instituciones financieras de importancia sistémica y exigiéndoles que mantengan más capital y liquidez conseguiremos un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. Sin embargo, evitaremos las quiebras bancarias. Así pues, otro importante aspecto de política macroprudencial es el tratamiento que deba darse a los bancos que son *demasiado importantes para quebrar*. Ante los problemas bien conocidos de riesgo moral asociados a esas instituciones financieras, es importante que los supervisores, los bancos centrales y los ministerios de finanzas comuniquen con claridad lo que sucederá en el futuro. En particular, existe un consenso generalizado sobre la necesidad de dejar de rescatar instituciones financieras (bailing out) y que sean sus accionistas y acreedores quienes realmente asuman los costos (bailing in).

Tomemos el ejemplo de la reciente crisis financiera. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los gobiernos adoptaron medidas para evitar la quiebra de otras entidades bancarias y restablecer la confianza en el sistema financiero. Estas medidas incluyeron la recapitalización de bancos, el aumento de la cuantía del seguro de depósitos, la provisión de avales a la emisión de deuda, la constitución de garantías sobre activos deteriorados o la compra de éstos y, en algunos casos, la intervención directa de entidades bancarias. El 10 de octubre de 2008, los líderes del G7 se comprometieron a “adoptar medidas firmes y utilizar todos los instrumentos disponibles para apoyar a las instituciones financieras de importancia sistémica e impedir su quiebra”. Este comunicado, respaldado por las actuaciones de los distintos gobiernos, detuvo la espiral contractiva del sistema financiero, aunque a costa de elevar el grado de riesgo moral. Compárese ese comunicado con el efectuado por el Presidente Obama el 21 de enero de 2010: “Nunca más el

contribuyente estadounidense será rehén de un banco que es demasiado importante para quebrar”. Esta contundente declaración, realizada tras el anuncio del pago de elevados incentivos a final de año por parte de instituciones financieras que habían recibido capital público, sugiere que las condiciones de cualquier rescate futuro serán más punitivas. Resulta una incógnita si esta declaración ha influido o no en la conducta de directivos, acreedores y accionistas bancarios.

Dada la existencia de riesgo moral, las autoridades económicas deben explorar alternativas a los rescates bancarios financiados con dinero del contribuyente. Existe toda una gama de propuestas en estudio, que incluye:

- Mecanismos transfronterizos de reestructuración bancaria, mediante los cuales los colegios de supervisores acuerdan qué tratamiento dar a la quiebra de un banco global.
- Procedimientos ordenados de liquidación, incluido el uso de *testamentos vitalicios* que permitan a los supervisores resolver con rapidez una situación de quiebra bancaria.
- La utilización de instrumentos de capital contingentes de *actividad finalizada*, como la conversión de deuda en capital (debt-for-equity swaps), que obliga a los acreedores a convertir sus derechos en capital ordinario mediante un procedimiento similar al contemplado en el capítulo 11 de la legislación sobre quiebras estadounidense.
- Imposición de descuentos a los tenedores de

bonos no garantizados (es decir, a los acreedores al por mayor), garantizando que contribuyen a la solución del problema.

- Redes de seguridad limitadas a los depositantes minoristas.

Las medidas de este tipo generan los incentivos adecuados y dotan de mayor eficacia a la disciplina del mercado. Sin ellas, la amenaza de permitir la quiebra de un banco no será creíble.

e) Tratamiento de vulnerabilidades en la infraestructura del sistema financiero

Aunque la mayoría de los debates sobre la dimensión transversal de la política macroprudencial se centran en las instituciones financieras, conviene no descuidar la infraestructura de los mercados que permite el funcionamiento fluido del sistema financiero. Los sistemas de pago, liquidación y compensación crean interconexiones entre las entidades financieras, pudiendo actuar como canal de contagio. Por ejemplo, la quiebra de un intermediario financiero podría inducir la suspensión de pagos de sus contrapartes si el valor de las garantías aportadas es insuficiente para cubrir el tamaño de las exposiciones. Desde una perspectiva macroprudencial, se precisa una vigilancia sistémica para subsanar esta vulnerabilidad del sistema financiero.

Un claro ejemplo es la necesidad de una vigilancia sistémica de los mercados de derivados OTC. Como se señaló anteriormente, las instituciones financieras no mantenían suficiente capital económico para sus posiciones en derivados. Tras la crisis, los reguladores están examinando

Cuadro 6

EXPERIENCIA CON INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES EN ASIA

<i>Objetivo</i>	<i>Instrumentos</i>	<i>Ejemplos</i>
Gestión del riesgo agregado a lo largo del tiempo (es decir, prociclicidad)	<ul style="list-style-type: none"> • Excedentes de capital anticíclicos vinculados al crecimiento del crédito • Provisionamiento anticíclico • Relaciones préstamo a valor • Controles directos del crédito a determinados sectores 	<ul style="list-style-type: none"> • China^a • China, India • China, Hong Kong RAE, Corea, Singapur • Corea, Malasia, Filipinas, Singapur
Gestión del riesgo agregado en todo momento (es decir, vigilancia sistémica)	<ul style="list-style-type: none"> • Requerimientos de capital adicionales • Requerimientos de liquidez / financiación • Límites a los descaldes de monedas • Requerimientos préstamos-depósitos 	<ul style="list-style-type: none"> • China, India, Filipinas, Singapur • India, Corea, Filipinas, Singapur • India, Malasia, Filipinas • China, Corea

^a En estudio. Obsérvese que los coeficientes de reservas obligatorias no se incluyen, al considerarse un instrumento de política monetaria.

diversas opciones para reducir esta fuente de riesgo sistémico, como ajustar los requerimientos de capital a las exposiciones bilaterales en derivados y exigir (o incentivar) la negociación de los derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central. El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación tiene también en estudio medidas para fortalecer las infraestructuras financieras.

f) Ilustración: las políticas macroprudenciales en Asia

Los bancos centrales asiáticos han liderado la adopción de diversos instrumentos macroprudenciales antes y después de la crisis de 1997, como ilustra el cuadro 6. Su conocimiento de estos instrumentos es particularmente avanzado comparado con el de otras regiones y su experiencia ofrece lecciones interesantes a otros países.

Por ejemplo, los países asiáticos vienen utilizando el provisionamiento anticíclico, las relaciones préstamo a valor y los controles directos del crédito a determinados sectores con el fin de contrarrestar la prociclicidad de sus sistemas financieros. También están dando respuesta al riesgo agregado en el sistema financiero mediante requerimientos de capital adicionales y requerimientos de liquidez.

5) La dimensión de política monetaria

Como ha venido defendiendo desde hace tiempo el BPI, la estabilidad de precios no basta para lograr la estabilidad financiera.¹⁴ La reciente crisis financiera ha demostrado que la estabilidad de los precios de consumo es insuficiente para garantizar la estabilidad macroeconómica. En retrospectiva, ahora sabemos que la Gran Moderación encubrió la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. Los bancos centrales lograron expectativas de inflación reducidas y estables, pero ello enmascaraba una rápida expansión del crédito, una menor aversión al riesgo, una subida de los precios de los activos y un aumento de la vulnerabilidad del sistema financiero. La implicación de esta forma de ver las cosas es que la política monetaria debe tener más en cuenta los precios de los activos y las expansiones del crédito. Los bancos centrales

¹⁴ W. White, *Is price stability enough?*, BPI, abril de 2006 (Documentos de Trabajo, n° 205).

también deben prestar atención al canal de política monetaria que opera a través de la asunción de riesgos en un entorno de tasas de interés reducidas.¹⁵

a) Modificaciones simétricas de las tasas de interés oficiales a lo largo del ciclo

El objetivo prioritario de la política monetaria debe seguir siendo el logro de la estabilidad de precios. Las tasas de interés oficiales constituyen el principal instrumento para alcanzar este objetivo. Sin embargo, parece estar gestándose un consenso entre banqueros centrales y supervisores sobre la necesidad de que los bancos centrales añadan a su función de política monetaria cierta responsabilidad en materia de estabilidad financiera. En ciertas circunstancias, las tasas oficiales también pueden contribuir a la estabilidad financiera, pero su ajuste debe ser simétrico. Con esto quiero decir que dichas modificaciones deben responder por igual a las fases contractivas y a las etapas de auge para limitar expansiones del crédito y escaladas de los precios de los activos. Permítanme ser claro sobre este punto. La cuestión no estriba en si la política monetaria debe tener como objetivo los precios de los activos. Éstos son una variable indicativa y no deben ser un objetivo de política monetaria en sí. La cuestión es, más bien, cuál es el papel que le corresponde a la política monetaria en la lucha contra la acumulación de los desequilibrios conducentes al riesgo sistémico que puede lastrar la economía, inclusive las perspectivas de inflación.

Este enfoque aboga por un papel más importante de los agregados crediticios en la conducción de la política monetaria. Aunque numerosos observadores asociarían inmediatamente este enfoque con la estrategia de dos pilares que utiliza el BCE, otros ejemplos incluyen el seguimiento flexible de objetivos de inflación practicado en Australia y Tailandia (entre otros países).

En esencia, los bancos centrales deben aplicar un enfoque de gestión de riesgos a la política monetaria, persiguiendo su objetivo prioritario pero teniendo en cuenta la posibilidad y los efectos potenciales de eventos poco probables. Los bancos centrales deben reconocer el potencial de intercambio a corto plazo entre el control de la inflación y la estabilidad financiera. Una situación de este tipo se produjo en el último trimestre

¹⁵ L. Gambacorta, "Monetary policy and the risk-taking channel", *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2009.

de 2008, cuando muchos países afrontaron una perturbación de precios transitoria ante el encarecimiento de los alimentos y de la energía, mientras el sistema financiero registraba considerables tensiones. La gestión de futuras situaciones de este tipo será indudablemente difícil, por lo que es importante que los bancos centrales comuniquen sus medidas con claridad para garantizar que las expectativas de inflación continúan bien ancladas.

b) Las reservas de divisas como instrumento de estabilidad financiera

A partir del año 2000, hemos asistido a un extraordinario aumento del volumen de reservas de divisas que mantienen las economías de mercado emergentes (ver el panel izquierdo de la gráfica III). Este incremento refleja dos aproximaciones distintas a la gestión de las reservas de moneda extranjera. Por un lado, la acumulación de reservas suele considerarse como elemento de una política de autoseguro frente a la posibilidad de *paradas súbitas* y volatilidad de los flujos de capitales. Desde esta perspectiva, las reservas de divisas sirven como instrumento anticíclico, acumulándose excedentes durante las épocas de bonanza, que pueden luego utilizarse en periodos de tensión en el sistema financiero. En este caso, numerosas economías de mercado emergentes sostendrían que las reservas de divisas forman parte integral de un marco de estabilidad financiera global.

Por otra parte, la acumulación de reservas de divisas es, en algunos casos, un subproducto de una política de tipo de cambio diseñada para

resistir la apreciación de la moneda nacional. Esta política suele identificarse por la magnitud de la acumulación de reservas. Sin embargo, la frontera entre ambas aproximaciones podría, en ocasiones, ser difusa.

En periodos de tensión, una incógnita adicional es el respectivo papel del autoseguro y de la ayuda externa a través de mecanismos como los acuerdos swap bilaterales de divisas entre bancos centrales o las facilidades multilaterales como la Iniciativa Chiang Mai o la línea de crédito flexible del FMI.

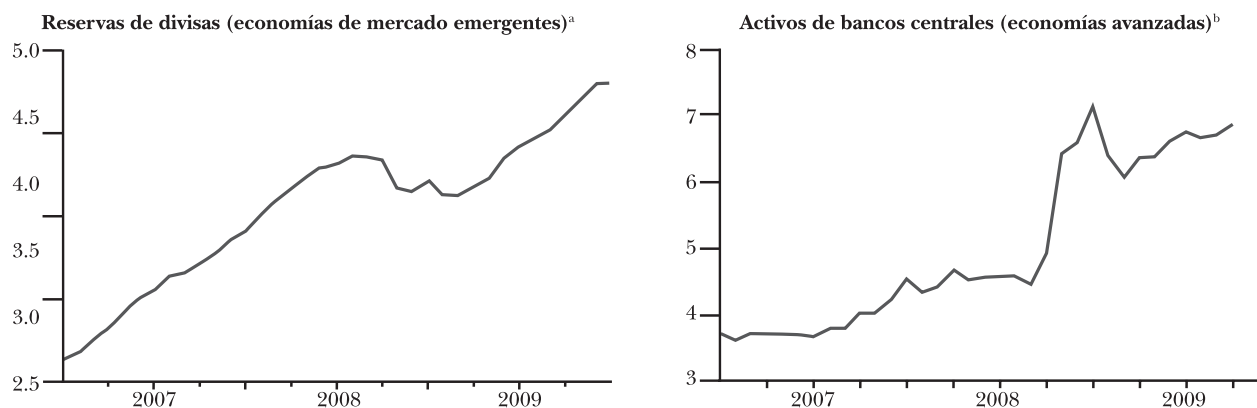
6) La dimensión de política fiscal

En el marco del nuevo paradigma que hoy estoy esbozando, las autoridades deben reconocer que la política fiscal forma parte integral de un marco de estabilidad financiera global.

a) La política fiscal como amortiguador de perturbaciones

A las políticas fiscales les corresponde un papel destacado como amortiguador de perturbaciones en el logro y mantenimiento de la estabilidad financiera global. Junto con los hogares y empresas, el sector público es uno de los actores más importantes de la economía. Su presupuesto es el de mayor dimensión. Sus decisiones de ingresos y gastos son las que mayor impacto generan sobre la demanda agregada. Además, es el mayor prestatario individual de la economía nacional y sus pasivos en moneda local son fuente y referencia de las tasas de interés libres de riesgo de su sistema financiero. Por estas razones, los

GRÁFICA III. DOS MODALIDADES DE POLÍTICAS DE BALANCE (en billones de dólares corrientes de EUA)



FUENTE: Datos nacionales.

^a Total de las principales economías de mercado emergentes (China, Taipei chino, Corea, Hong Kong RAE, India, Malasia, Singapur, Tailandia, Brasil, México, Rusia y Turquía). ^b Total de Estados Unidos, zona del euro, Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Reino Unido.

Cuadro 7

DÉFICIT FISCALES Y DEUDA PÚBLICA EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES

(En % del PIB)

	Posición fiscal ^a			Deuda de las administraciones públicas ^{a, e}		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Economías avanzadas:						
Estados Unidos	-2.8	-10.7	-9.4	62	92	100
Japón	-2.5	-8.2	-9.4	167	197	204
Reino Unido	-2.7	-13.3	-12.5	47	83	94
Alemania	0.2	-5.3	-4.6	65	82	85
Francia	-2.7	-8.6	-8.0	70	92	99
Italia	-1.5	-5.4	-5.1	112	127	130
España	1.9	-8.5	-7.7	42	68	74
Grecia	-4.0	-9.8	-10.0	104	123	130
Economías emergentes:						
Asia ^b	0.1	-3.5	-3.6	37	40	41
Europa Central ^c	3.7	-4.4	-3.9	23	28	29
América Latina ^d	-1.5	-2.4	-2.0	41	37	35

FUENTES: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial; OCDE, Economic Outlook.

^a Promedios regionales calculados como medias ponderadas a partir del PIB y de los tipos de cambio PPA de 2005. ^b China, Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. ^c Hungría, Polonia y República Checa. ^d Argentina, Brasil, Chile y México. ^e En los casos de Argentina, Filipinas y Tailandia, deuda de la administración central.

gobiernos no pueden ignorar los efectos de sus decisiones sobre la estabilidad del sistema financiero. En concreto, la política fiscal debe tener una orientación anticíclica con el fin de suavizar el ciclo económico.

Un método para adoptar esta orientación consiste en seguir reglas presupuestarias equilibradas ajustadas al ciclo. La acumulación de superávits fiscales durante las épocas de bonanza ofrece al gobierno la posibilidad y capacidad de endeudarse para responder en periodos de crisis financiera. Por trazar un paralelismo con el sector bancario, el gobierno debe acumular excedentes fiscales durante los periodos de prosperidad para luego utilizarlos en apoyo del sistema financiero y de la economía real en las fases de recesión. La reciente crisis financiera ha puesto de relieve la importancia que puede tener la capacidad de apoyar al sector financiero a través de paquetes de rescate bancario y de estimular la economía real mediante estímulos fiscales discrecionales.

b) La política fiscal no debe ser fuente de perturbaciones

Por desgracia, hoy en día la política fiscal es más una fuente potencial de perturbaciones que

un amortiguador. De hecho, unas políticas fiscales demasiado expansivas constituyen en el presente una importante amenaza para la estabilidad financiera (ver el cuadro 7). La reacción de los mercados a los acontecimientos en Grecia está poniendo de manifiesto esta situación. Ni las reglas fiscales (por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona del euro), ni la disciplina del mercado (como las advertencias de las agencias de calificación crediticia) fueron capaces de limitar el endeudamiento público durante la última década. Como consecuencia, parece que estamos asistiendo a otro *momento Minsky*, a medida que los participantes en los mercados financieros –tras un largo periodo de complacencia frente a esas políticas fiscales laxas– revisan brutalmente sus percepciones sobre la sostenibilidad fiscal de una serie de economías avanzadas. Es posible que sea ahora el momento de revisar un antiguo debate sobre la necesidad de agencias fiscales independientes o, como mínimo, sobre un marco que garantice la independencia de los institutos de estadística a cargo de las cuentas nacionales. Este tema reviste particular importancia en un momento como el actual donde preocupan sobremanera el riesgo de tipo de interés asociado a un endeudamiento

público creciente y el abandono de las políticas monetarias no convencionales por parte de los bancos centrales.

Permítanme mencionar también que, dada la importancia de anclar las expectativas de inflación, la reciente propuesta realizada en algunos ámbitos de duplicar los objetivos de inflación de 2% a 4% resulta inadecuada.

Los recientes acontecimientos en Grecia han puesto de manifiesto que el debilitamiento de la disciplina fiscal tiene importantes repercusiones sobre la estabilidad financiera.

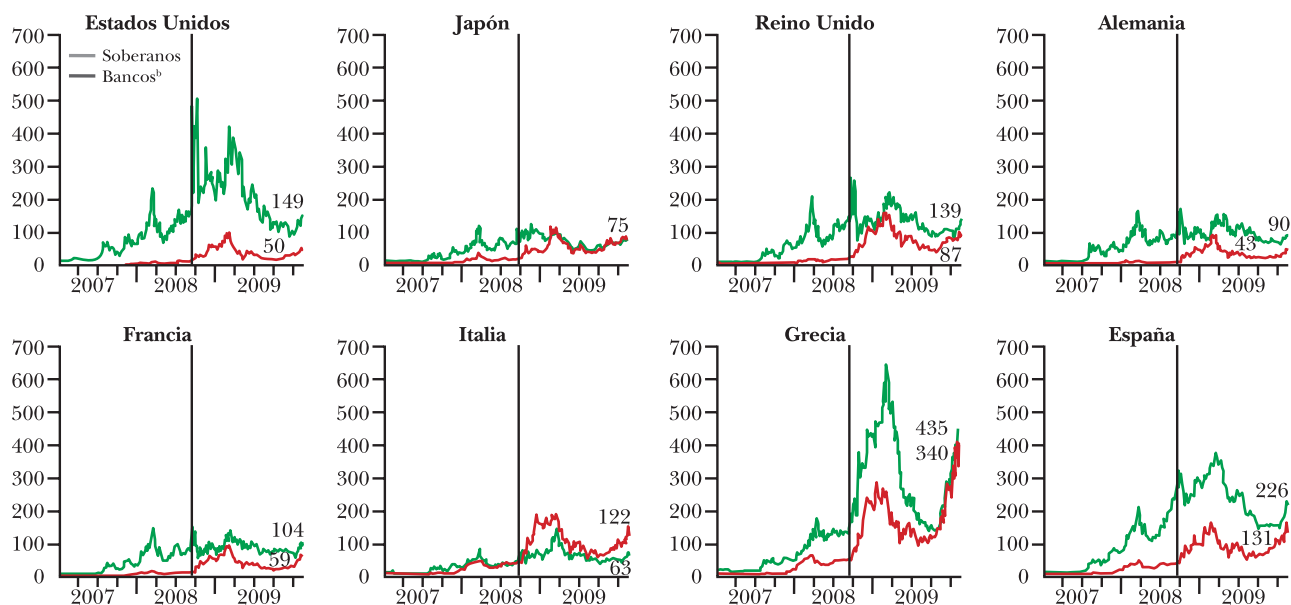
En retrospectiva, ahora parece que el debilitamiento de las reglas fiscales de la Unión Europea –conocidas como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento– a lo largo de la última década ha socavado la estabilidad financiera. Partiendo de un cociente de deuda pública sobre PIB ya elevado de 66% en 2007, los niveles de deuda pública han crecido debido a la combinación de: *i*) el considerable costo de los planes de rescate del sector financiero (con compromisos que ascienden a 26% del PIB, habiéndose utilizado ya 10%); y *ii*) los cuantiosos estímulos fiscales aplicados entre los años 2008 y 2010. Además, observamos

la inminente amenaza de: *iii*) los enormes pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población. La combinación de estos factores ha conducido a una situación precaria. A la luz de esta situación, no parece prudente esperar a 2011 para iniciar la consolidación fiscal.

El aumento de la deuda pública estadounidense constituye también un importante motivo de preocupación para el sistema financiero global. Con todo, Estados Unidos dispone de un mayor margen para elevar los impuestos que la zona del euro, donde la presión fiscal ya es muy alta.

Un aspecto reseñable que ilustra el cuadro 7 es que las economías de mercado emergentes han mostrado, por lo general, una mayor disciplina fiscal que las economías avanzadas. Las primeras han aprendido sin duda de las dificultades experimentadas durante las dos últimas décadas y han tomado medidas para garantizar el mantenimiento de un margen de maniobra en sus posiciones fiscales. La política fiscal debe instrumentarse con el objetivo de acumular excedentes durante las épocas de bonanza que puedan luego utilizarse para estimular la economía en periodos de contracción.

GRÁFICA IV. DIFERENCIALES DE LOS SWAP DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) DE LA DEUDA SOBERANA Y DEL SECTOR BANCARIO^{a, b}



FUENTES: Markit; cálculos del BPI.

^aDiferenciales de los contratos de CDS de los últimos cinco años. ^bMedia muestral simple de los principales bancos de Estados Unidos (Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley), Japón (Mitsubishi UFJ, Mizuho FG, Sumitomo Mitsui FG), Reino Unido (Barclays, HBOS, HSBC, RBS), Alemania (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank), Francia (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole), Italia (Unicredit, Intesa Sanpaolo), Grecia (Alpha Bank, National Bank of Greece) y España (BBVA, Banco Popular Español, Banco Sabadell, Banco Santander, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, BANCAJA).

Los mercados financieros vienen señalando ya la próxima amenaza potencial para la estabilidad financiera. La gráfica IV muestra la evolución de los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS), que son contratos de derivados que ponen precio al costo de asegurarse frente a un evento de crédito como el impago de un bono. Las líneas verdes muestran el rápido aumento del costo del seguro frente a una posible quiebra o impago de algunos de los principales bancos internacionales. Aunque la ampliación de los diferenciales de los CDS de los bancos radicados en Estados Unidos resultó particularmente acusada en torno a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, los aumentos relativos de la percepción del riesgo también fueron elevados en otros sistemas bancarios.

Las líneas rojas de la gráfica IV muestran, por su parte, el aumento del costo de asegurarse frente a un impago soberano. Es obvio que el inversionista siempre debe ponderar la probabilidad de que la contraparte esté en disposición de pagar en un evento de este tipo. En cualquier caso, en los ocho países que ilustra la gráfica, la probabilidad y severidad de un impago soberano se consideraba insignificante antes del inicio de la crisis financiera en 2007. Sin embargo, en el último trimestre de 2008, el costo de asegurarse frente a un impago soberano había aumentado tras las intervenciones de los poderes públicos en apoyo de sus sistemas bancarios. Como puede observarse, el diferencial del CDS de la deuda soberana aumentó hasta el mismo nivel que el del banco promedio, sugiriendo que los mercados consideraban similares el riesgo de crédito de la deuda soberana y el de los bancos del país. Conforme hemos visto durante el mes pasado, el costo del seguro de impago para países como Grecia casi se ha triplicado. Estos instrumentos negociados evidencian la creciente preocupación por la sostenibilidad fiscal en una serie de países.

c) Impuestos y gravámenes puntuales sobre el sector financiero

Se han propuesto diversas iniciativas encaminadas a que el sector financiero se autoasegure frente a una futura crisis. El FMI está estudiando propuestas de tributación sobre el sistema bancario global. La aplicación de impuestos o gravámenes puntuales sobre el sector financiero podría utilizarse para devolver el dinero del contribuyente utilizado en los rescates bancarios, o

para financiar un fondo de reestructuración del sector bancario. Esta segunda alternativa, que han propuesto algunos de los principales banqueros mundiales, aunque sin ser actual objeto de debate en los foros internacionales, plantea un elevado riesgo moral.

Así pues, el sector financiero no debe hacerse la ilusión de que esos impuestos podrían ser sustitutos de unos mayores requerimientos de capital.

7) La dimensión global (mundial)

La estabilidad financiera global es un bien público y un sistema financiero global exige soluciones globales. Deben continuar los sustanciales avances realizados en la coordinación internacional de la regulación sistémica. La crisis ha vuelto a demostrar que la estabilidad financiera no puede garantizarse aun cuando cada país mantenga en orden su sistema financiero interno. Esta condición es necesaria, pero no suficiente. Como hemos visto, los problemas financieros en una parte del sistema financiero global pueden transmitirse con rapidez a otras partes debido a las numerosas interconexiones financieras y reales.

El G20 viene desempeñando una función cada vez más importante en el fomento de la coordinación global de las políticas macroeconómicas y en el logro de apoyos políticos para la reforma de la regulación financiera. El proceso de evaluación mutua refuerza el compromiso de las autoridades nacionales con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas. Al igual que la estabilidad financiera precisa la ayuda de las políticas monetaria y fiscal en el ámbito nacional, la estabilidad financiera global requiere el apoyo de políticas consistentes de ámbito internacional.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha asumido el liderazgo en la coordinación de los trabajos de las autoridades nacionales y de los organismos de normalización reguladora y contable para garantizar la consistencia internacional. El FSB, que incluye representantes de 24 países, seis instituciones financieras internacionales y seis organismos de normalización reguladora y contable, es el principal foro de trabajo sobre la estabilidad financiera global.¹⁶ Los comités radicados en Basilea –sobre todo, el Comité de Basilea, el Comité sobre el Sistema Financiero Global

¹⁶ Véase la relación de miembros del FSB en (<http://www.financialstabilityboard.org/members/links.htm>).

y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación–, en tanto que importantes foros de debate de soluciones e intercambio de experiencias nacionales, realizan aportaciones fundamentales a los trabajos que coordina el FSB.

Cuadro 8

ANTIGUOS Y NUEVOS PARADIGMAS
DE ESTABILIDAD FINANCIERA

<i>Antiguo paradigma</i>	<i>Nuevo paradigma</i>
Política monetaria exclusivamente centrada en la inflación de precios	Política monetaria centrada en la inflación de precios, pero que también lucha contra los desequilibrios financieros
Política microprudencial centrada en las entidades bancarias individuales	Política microprudencial combinada con un tratamiento macroprudencial del riesgo sistémico
Confianza en la gestión interna de riesgos, la autoregulación y la disciplina del mercado	Mayor capital bancario, mejor gobernanza y ampliación del perímetro de regulación
La política fiscal no incorpora criterios de estabilidad financiera	Política fiscal anticíclica (excedentes fiscales)
Orientación interna	Mayor coordinación internacional

El FSB también ha trabajado con el FMI en un ejercicio conjunto de alerta temprana con el objetivo de identificar vulnerabilidades en el sistema financiero global, mejorar la cooperación

transfronteriza y promover la realización de evaluaciones mutuas.

V. Conclusiones

En resumen, debemos garantizar que todas las políticas públicas –microprudencial, macroprudencial, monetaria y fiscal– contribuyen a la estabilidad financiera global a través de respuestas anticíclicas y simétricas a los ciclos expansivos y contractivos (ver el cuadro 8). Este marco debe ser integral, en el sentido de que ninguna política puede por sí sola alcanzar este objetivo. Además, el ámbito de esta cooperación debe ser mundial para dar respuesta a un sistema financiero global.

Con el fin de dotar de eficacia a este marco, debe llevarse a cabo un análisis exhaustivo del marco institucional y de la coordinación internacional. Resulta fundamental armonizar objetivos, conocimientos y control de los diversos instrumentos de política, debido precisamente a la amplia dispersión de las responsabilidades en materia de estabilidad financiera. En consecuencia, el marco institucional debe basarse en mandatos precisos y en un claro proceso de asunción de responsabilidades. Asimismo, debe cimentarse en una estrecha cooperación entre bancos centrales y autoridades supervisoras, tanto en el ámbito nacional como internacional.

Muchas gracias por su atención.

La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este: un análisis comparado*

Sonsoles Gallego
Luis Molina
José María Serena

I. Introducción

La crisis económica y financiera global que se inició en agosto de 2007 impactó de manera diferente sobre las economías emergentes y sobre las desarrolladas. Inicialmente, las primeras mostraron una apreciable resistencia, a pesar del deterioro de las condiciones financieras internacionales. Sin embargo, tal resistencia se quebró abruptamente a partir de la bancarrota de Lehman Brothers en septiembre de 2008, cuando el fuerte retroceso de los flujos de capitales, la paralización de la financiación del comercio internacional y el colapso de la demanda mundial deterioraron las bases del crecimiento de estas economías, hasta generar la recesión más intensa en varias décadas.

Este artículo se centra en el análisis comparado del impacto de la crisis en América Latina y Europa del Este,¹ dos regiones geográficamente

distantes y económicamente diferentes,² que presentaban, no obstante, una serie de características comunes en los años previos al estallido de la crisis. En efecto, en ambos casos se habían registrado fuertes ascensos de la actividad, junto con un crecimiento del crédito elevado, y grandes entradas de capitales del exterior, impulsados por factores como el crecimiento de la demanda mundial y unas condiciones financieras internacionales muy favorables. Así, las tasas promedio de crecimiento entre 2002 y 2008 fueron de 5% en Europa del Este y de 4.3% en América Latina, y vinieron en ambos casos lideradas por la demanda interna (sobre todo, inversión). En última instancia, la renta per cápita experimentó un notable avance en ambas regiones y las tasas de pobreza disminuyeron, tras una década en la que habían ascendido sustancialmente.

Además del entorno exterior favorable, varias características propias de cada región contribuyeron decisivamente al ciclo expansivo que precedió al estallido de la crisis de 2008. En Europa del Este, la transformación de economías de

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de S. Gallego, L. Molina y J. M. Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, del Banco de España. El trabajo está basado en el Documento Ocasional nº 1002, de próxima publicación con el título *The impact of the global economic and financial crisis on CESEE and Latin America*, de los mismos autores de este estudio, junto con Reiner Martín y Sandor Gardó, del Banco Nacional de Austria, a los que agradecen especialmente su contribución. Los autores agradecen igualmente a Enrique Martínez Casillas y Esther López Espinosa su apoyo en la elaboración de gráficas y cuadros.

¹ En el caso de Europa del Este, se examinan nueve países: República Checa, Polonia, Hungría, Bulgaria, Croacia, Rumanía, Estonia, Lituania y Letonia. América Latina incluye las siete mayores economías de la región, esto es, Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

² El PIB per cápita de Europa del Este alcanzó, en media, los 18.000 dólares en paridad de poder de compra en el año 2008, frente a los 12.000 de América Latina, que equivalían a 50% y 35%, respectivamente, del promedio de la zona del euro. El PIB total de la región latinoamericana es cerca de tres veces el de Europa del Este, y su población alcanza los 460 millones, por unos 100 millones en Europa del Este. Las dos regiones se diferencian en el grado de apertura comercial, mayor en Europa del Este, y en la estructura de las exportaciones (principalmente manufactureras en Europa del Este, y materias primas en el caso de América Latina). Las dos regiones difieren también en su grado de integración financiera. La participación de los bancos extranjeros en el total de activos es superior en Europa del Este.

planificación centralizada en economías de mercado implicó la renovación casi total del acervo de capital (lo que supuso una elevada demanda de inversión), junto con la reorientación de los patrones de integración comercial hacia la Unión Europea (UE). Ello supuso, a su vez, el cambio de un patrón de exportación basado en productos de bajo contenido tecnológico a otro de productos con contenido y calidad tecnológica media y alta. Al mismo tiempo, el grado de integración financiera de los países de Europa del Este con las economías de la UE se intensificó, no solamente en términos del volumen de préstamos transfronterizos, sino también a través de la propiedad externa de los bancos. La integración financiera fue un elemento determinante en el crecimiento económico en Europa del Este, pero también pudo contribuir a alimentar un auge crediticio en dichos años.³ De hecho, la mejora de las instituciones y del marco regulatorio en la región, y la generalización de las expectativas de convergencia, e incluso de eventual adopción del euro, impulsaron la entrada de capital extranjero en el sector financiero, aumentaron la oferta de fondos y, probablemente, ocasionaron un importante aumento del crédito al sector privado, a menudo en moneda extranjera. Todo ello hizo que, durante el período de crecimiento previo a la crisis de 2008, en muchos países de Europa del Este se fueran acumulando una serie de desequilibrios financieros y externos, que eran manejables en ese momento, pero que generaron una serie de vulnerabilidades que se pusieron de manifiesto una vez desencadenada la crisis.

Por su parte, América Latina registró entre 2002 y 2008 el ciclo más largo y dinámico de crecimiento desde los años setenta, una vez superadas las crisis que asolaron la región a finales de la década de los noventa. Uno de los factores fundamentales que apoyaron ese ciclo expansivo fue la importante elevación de los precios de las materias primas, que generó una ganancia acumulada de los términos de intercambio cercana a 150%. Ello permitió que, a pesar del mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento, el déficit por cuenta corriente se mantuviera acotado, de forma que, a diferencia de períodos expansivos anteriores, el crecimiento económico fue compatible con una posición exterior sólida y menos dependiente de la financiación exterior.

³ Para mayor detalle, ver Backé, Égert y Walko (2007), y Zumer, Égert y Backé (2009).

Otro factor clave en esta fase de prosperidad fue la importante mejora en la gestión de las políticas macroeconómicas, tras el aprendizaje de las experiencias de las últimas crisis. La mejora en la conducción de las políticas contribuyó también a cimentar un crecimiento económico más sostenido y sin importantes desequilibrios.

Este artículo revisa, en la sección II, las fortalezas y vulnerabilidades de Europa del Este y América Latina en los momentos previos al desencadenamiento de la crisis de 2008, y para ello se utiliza una amplia lista de indicadores que aproximan el grado de vulnerabilidad de las economías en diferentes ámbitos (fiscal, exterior y bancario, entre otros). En la sección III, se examina en qué medida las políticas económicas preventivas llevadas a cabo en los años previos a la crisis mitigaron la acumulación de vulnerabilidades. Posteriormente, se analiza el impacto de la crisis en ambas regiones y el de las políticas que se adoptaron, que en muchos casos tuvieron un carácter anticíclico. Finalmente, en la última parte, se avanzan algunas conclusiones.

II. Vulnerabilidades antes del inicio de la crisis

Uno de los rasgos más destacables en el ciclo reciente de crecimiento en América Latina ha sido la reducción de vulnerabilidades sin precedentes registrada en la región, derivada, en buena medida, del cambio en la gestión de la política económica. En efecto, las enseñanzas de las crisis de los noventa impulsaron la puesta en marcha de políticas monetarias y fiscales más prudentes, la adopción de regímenes de tipo de cambio más flexibles y, en algunos países, la aplicación de reglas que limitaban la acumulación de desequilibrios fiscales. Además, se prestó especial atención a las señales que pudieran indicar entradas excesivas de capitales, la formación de posibles burbujas en el precio de los activos y, en general, un crecimiento excesivo del crédito, tomándose, en algunas ocasiones, medidas no ortodoxas para limitarlos, como los controles a la entrada de capitales. Esta reducción de las vulnerabilidades es uno de los factores percibidos como determinantes de la aparente resistencia de la región ante las turbulencias financieras globales, si bien es relevante señalar que el vínculo entre la acumulación de vulnerabilidades y el impacto de la crisis no es directo ni claro, y de hecho la evidencia empírica acerca de crisis previas no es concluyente sobre

Cuadro 1

INDICADORES DE SENTIMIENTO DE MERCADO Y VULNERABILIDAD

<i>Grupo</i>	<i>Indicador</i>	<i>Interpretación</i>
Sentimiento	Diferencial EMBIG Diferencial CDS Rating soberano Índice de bolsa nacional/ índice de bolsa mundial	Valoración de un país por parte de los mercados financieros
Vulnerabilidad, de los que: Externos	Saldo cuenta corriente IED y balanza básica Deuda externa a corto (% de reservas) Deuda externa (y su servicio) Flujos de cartera Posición de inversión internacional	Medición de presiones de balanza de pagos y de la capacidad y disponibilidad de un país para afrontar el pago de los pasivos externos Medición de necesidades financieras externas Necesidades de financiación externas cubiertas por capitales estables y de largo plazo Capacidad de afrontar la falta de acceso a los mercados financieros Capacidad de un país para atender sus obligaciones financieras externas Medición de una potencial salida de capital a corto plazo Medición estructural de la posición de acreedor o deudor externo neto del país y del potencial impacto de una depreciación cambiaria
Bancarios	Pasivos/activos externos de bancos comerciales Rating depósitos en moneda extranjera Cotización de los bancos en la bolsa/índice de bolsa Razón préstamos-depósitos Préstamos en moneda extranjera Cartera vencida Capital Rendimiento sobre el capital	Indicadores de desequilibrios en un sector con elevadas externalidades hacia el resto de la economía Medición de la dependencia de los bancos de la financiación exterior y de la exposición al tipo de cambio de los activos y pasivos Valoración de las agencias de calificación de la fortaleza del sistema financiero aproximación al grado de confianza en el sector bancario frente al resto de empresas cotizadas Medición de la dependencia del crédito en fuentes de financiación potencialmente menos estables Medición de la exposición indirecta de los bancos al riesgo de crédito por la exposición de sus clientes al riesgo del tipo de cambio Presión de préstamos impagados sobre los resultados y balances de los bancos Indicador de solvencia del sector bancario Indicador de rentabilidad del sector bancario
Fiscales	Saldo AAPR y deuda pública Intereses sobre ingresos	Indicadores de evolución de las cuentas públicas Indicador de presiones en el servicio de la deuda pública y medida aproximada de la sostenibilidad de la deuda pública
Monetarios	Crecimiento de la oferta monetaria real Crecimiento real del crédito Crecimiento real de los depósitos	Indicadores de evolución de la liquidez, la expresión del crédito y su financiación Crecimiento de la oferta monetaria por encima de la tasa de inflación del país, que podría indicar la presencia de una liquidez excesiva en la economía Aumento del crédito excesivo que generaría burbujas o desequilibrios en el sector bancario y en otros sectores de la economía Indicador de fortaleza de las bases de financiación del sector bancario
Reales	Producción industrial Tipo de interés e inflación Exportaciones	Señalizan la dificultad de atender las obligaciones externas de un país por contracciones de la actividad o por elevada inflación Indicador adelantado de crecimiento Variables que determinan la propensión a consumir e invertir Medida aproximada de la demanda exterior y la competitividad del país

FUENTE: Banco de España.

cómo, cuándo y en qué cuantía las vulnerabilidades se materializan tras el estallido de las mismas.⁴

Para analizar la vulnerabilidad en ambas regiones al comienzo de la actual crisis se utilizan una serie de indicadores referidos al sector real, externo y bancario, así como variables que reflejan tensiones monetarias o fiscales y la propia valoración de los mercados (para su descripción, ver cuadro 1).

Para tener una perspectiva temporal amplia y examinar si las vulnerabilidades se han ido reduciendo a lo largo del tiempo, se han calculado los perfiles de vulnerabilidad antes de las dos últimas grandes crisis que afectaron a los mercados emergentes, la crisis rusa y la argentina, y antes de la crisis de 2008. Los perfiles se presentan en gráficos, en forma de tela de araña. El análisis se realiza a nivel regional, cada eje representa un indicador y los puntos más cercanos al origen representan una vulnerabilidad menor.⁵

Como se puede observar en la gráfica I, los mercados (aproximados por los indicadores de sentimiento) valoraban más positivamente ambas regiones en los momentos previos a la crisis de 2008 que antes de las dos crisis previas. Cabe preguntarse, sin embargo, si el mayor optimismo hacia estas regiones emergentes se correspondía con una mejoría de los fundamentos

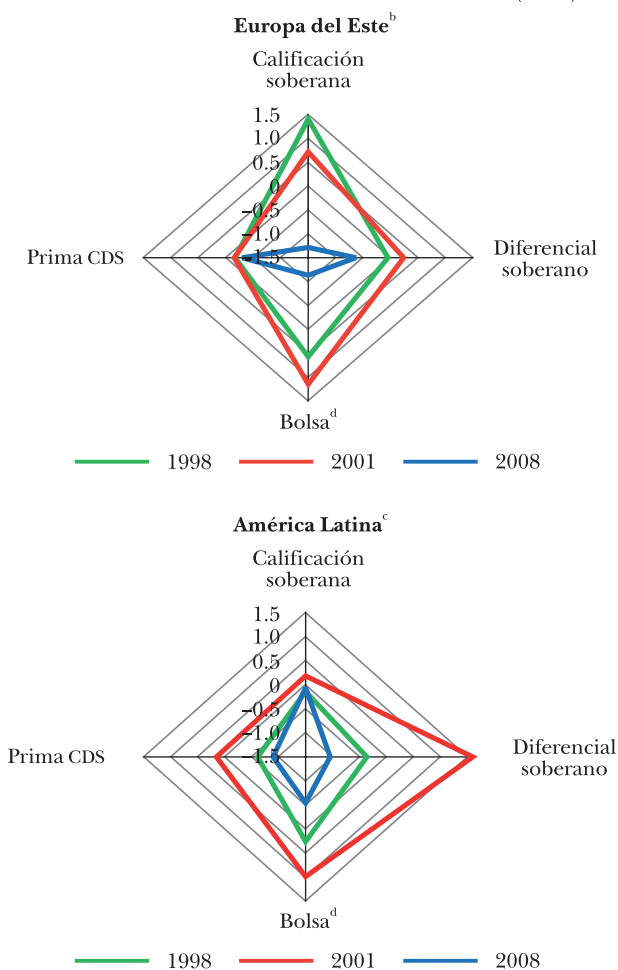
⁴ En el recuadro 1 del Documento Ocasional mencionado se lleva a cabo un ejercicio empírico consistente en estimar regresiones entre las variaciones del EMBI y de la tasa de crecimiento del PIB sobre los indicadores de vulnerabilidad normalizados, siendo los relacionados con el sector público y el sector externo los más significativos.

⁵ Los indicadores se presentan en desviaciones normalizadas respecto al promedio de los últimos años (desde 1993 a 2008 para América Latina y desde 1997 a 2008 para Europa del Este), lo que permite la comparación de los perfiles de vulnerabilidad en una región entre diferentes momentos del tiempo, e indirectamente entre regiones (la posible presencia de tendencias en alguno de los indicadores, consecuencia de procesos de convergencia, por ejemplo, no se ha tenido en cuenta). Un valor por encima de cero indica una posición de vulnerabilidad peor que el promedio histórico expresada en número de desviaciones estándar. Los indicadores regionales se obtienen a partir de los indicadores de cada país ponderados por el peso de cada uno de ellos en la región, según el PIB en paridad del poder de compra. Los indicadores sectoriales son la media aritmética de las desviaciones de los indicadores regionales, esto es, el indicador de sentimiento de mercado es la media aritmética de las desviaciones regionales del *rating*, el diferencial soberano, la prima del CDS soberano y el índice de bolsa. Finalmente, se ha cambiado el signo de las desviaciones de algunas variables, de modo que un punto más cercano al origen represente siempre una menor vulnerabilidad.

económicos. La respuesta para América Latina parece ser afirmativa: la región redujo considerablemente sus vulnerabilidades en los años previos a la crisis actual, no solamente en el sector bancario, en el que se iniciaron las turbulencias en 2007, sino también en el sector público y el sector exterior, cuya situación de fragilidad se encontraba en el origen de las crisis previas (ver gráfica II).

Como se desprende de la gráfica III, en los años previos a la actual crisis, la región mejoró su posición exterior —registrando incluso un superávit de cuenta corriente—, la deuda externa y la deuda a corto plazo se redujeron sustancialmente (fruto de políticas activas de extensión de los plazos y canje de deuda externa por

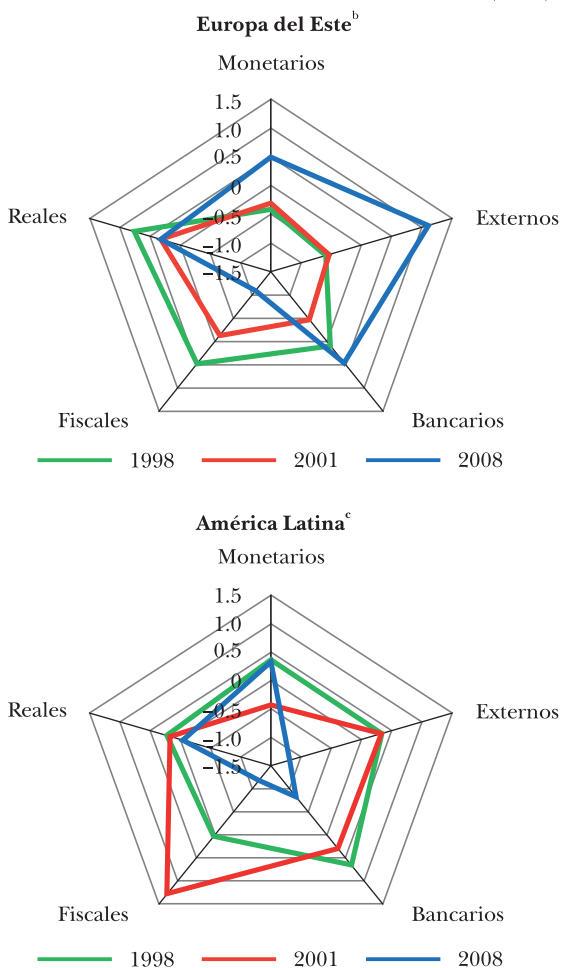
GRÁFICA I. INDICADORES DE VULNERABILIDAD^a (Nivel)



FUENTE: Banco de España.

^a Promedio aritmético de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su promedio histórico. Para mayor detalle sobre los indicadores, ver el cuadro 1. ^b Polonia, República Checa, Rumania, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria. ^c Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú. ^d Evolución de la bolsa nacional en dólares respecto a un índice mundial.

GRÁFICA II. INDICADORES DE VULNERABILIDAD^a (Nivel)



FUENTE: Banco de España.

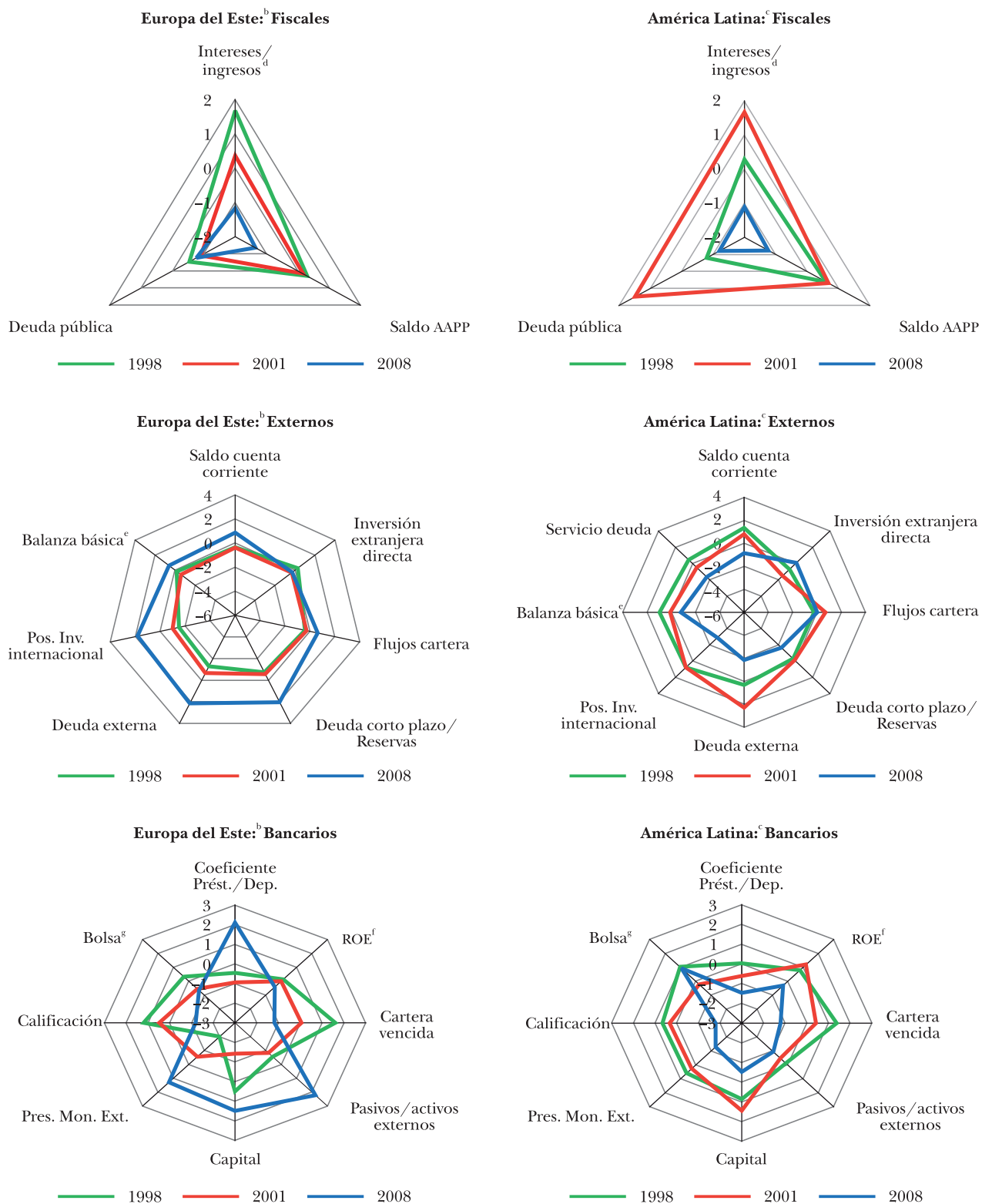
^a Promedio aritmético de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su promedio histórico. Para mayor detalle sobre los indicadores, ver el cuadro 1. ^b Polonia, República Checa, Rumania, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria. ^c Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

deuda interna) y se alcanzó una posición acreedora de inversión internacional, liderada por el sector público. Los indicadores fiscales mejoraron sustancialmente, dado que el déficit público se redujo, los intereses de la deuda pública consumieron un porcentaje inferior de los ingresos fiscales que en el pasado y la razón de deuda pública como porcentaje del PIB descendió. En el sector bancario, las razones de suficiencia de capital fueron mayores que en el pasado, superando en todos los casos el mínimo requerido por los acuerdos internacionales, la morosidad se redujo y la dependencia de los bancos de la financiación exterior disminuyó, en tanto que el crédito crecía aproximadamente al mismo ritmo que los depósitos. En definitiva, se podría afirmar

que América Latina estaba en 2008 mejor preparada para afrontar turbulencias globales de lo que lo había estado en momentos previos a otras crisis anteriores.

Por el contrario, si bien las importantes diferencias entre países dificultan extraer conclusiones generales, podría decirse que, al menos en conjunto, las vulnerabilidades en Europa del Este se incrementaron antes de la crisis económica y financiera del 2008 respecto a los episodios previos, y lo hicieron especialmente en los sectores bancario y externo, y en algunos indicadores de tensiones monetarias (ver gráfica IV). En cambio, los indicadores reales y fiscales mejoraron de manera significativa. Principalmente en los países Bálticos, pero también en algunos otros países, se registró un considerable aumento del déficit de cuenta corriente, resultado en parte del incremento de la demanda interna y en parte del aumento de los precios de las materias primas. La inversión exterior directa se mantuvo en niveles elevados, pero que en conjunto no llegaban a cubrir el desequilibrio corriente. Esto se reflejó en un incremento de la deuda externa, especialmente de corto plazo, cuya proporción sobre las reservas aumentó a pesar de la acumulación de las mismas en los años previos a la crisis. En el sector bancario, el ascenso de las razones de préstamos sobre depósitos significó que los bancos tuvieron que recurrir cada vez más a fuentes de financiación externa para mantener el ritmo de crecimiento del crédito, lo que se tradujo en un empeoramiento de su posición deudora frente al exterior. Las perspectivas de acceso temprano al euro y el mantenimiento de tipos de cambio fijo respecto a esa moneda incentivaron, además, que parte del nuevo crédito concedido se otorgase en moneda extranjera, lo que aumentó la exposición al riesgo de tipo de cambio de consumidores y empresas. Por su parte, el cambio en el perfil de negocio de los bancos, que pasaron a prestar mayoritariamente al sector privado, en lugar de hacerlo al sector público, tendió a empeorar las razones de capitalización por el aumento de los activos ponderados por riesgo, aunque aquellas se mantuvieron por encima del mínimo legal requerido. En sentido positivo, la morosidad descendió, mientras que las menores provisiones, el aumento del crédito, el incremento de la eficiencia y la mejoría de la gestión por la entrada de capital extranjero en el sector elevaron la rentabilidad del mismo.

GRÁFICA III. INDICADORES DE VULNERABILIDAD^a (Nivel)



FUENTE: Banco de España.

^a Promedio aritmético de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su promedio histórico. Para mayor detalle sobre los indicadores, ver cuadro 1. ^b Polonia, República Checa, Rumania, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria. ^c Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú. ^d Intereses de la deuda pública como porcentaje de los ingresos fiscales. ^e Suma del saldo por cuenta corriente y la inversión exterior directa recibida. ^f Rendimiento sobre las acciones del sector bancario. ^g Cotización del sector bancario en bolsa respecto a la evolución del total del índice bursátil.

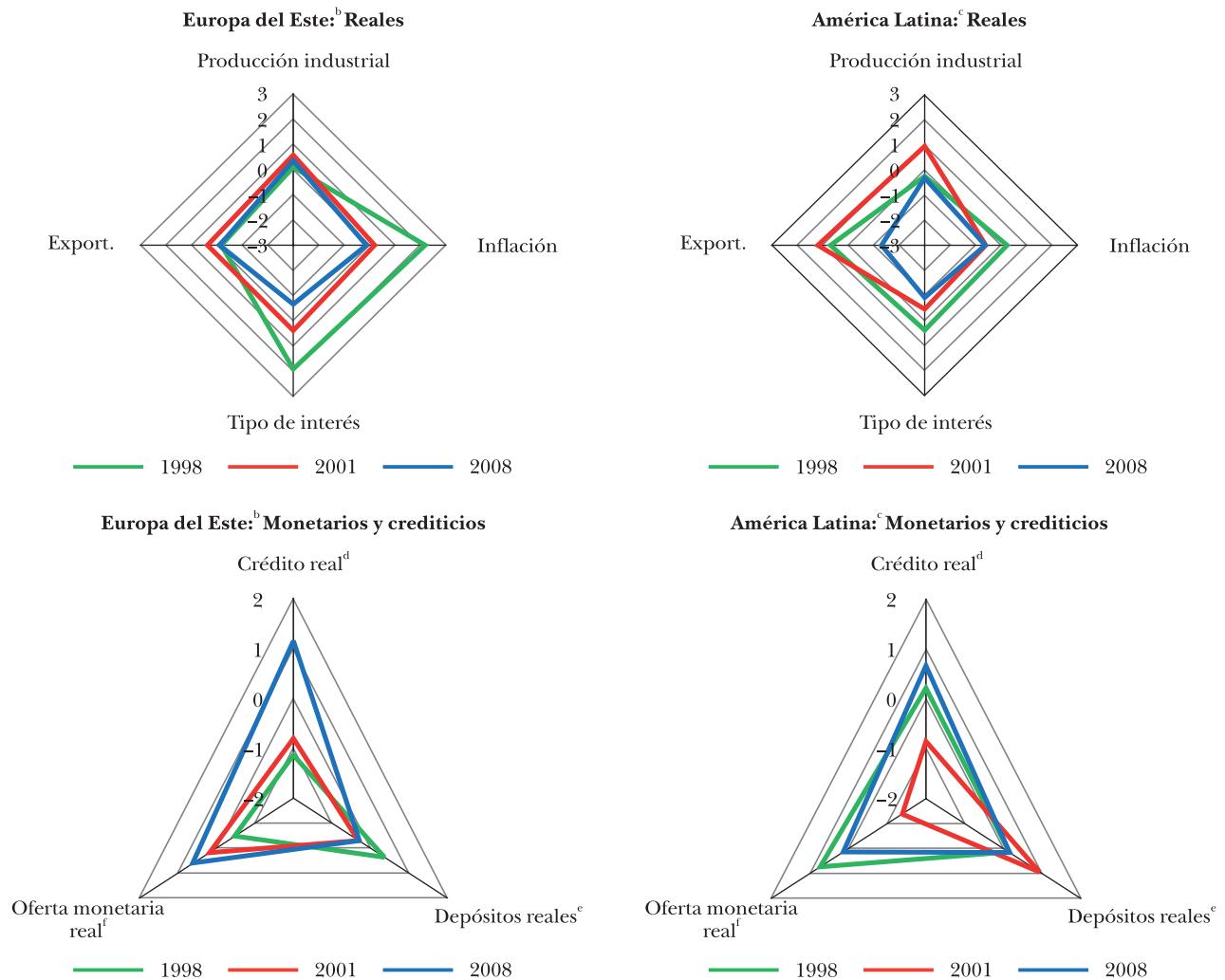
III. El papel preventivo de las políticas antes de la crisis

Durante las últimas décadas, muchas economías en América Latina experimentaron crisis económicas y financieras recurrentes, en las que se observaron algunas pautas de comportamiento similares. En particular, las crisis se incubaban en períodos en los que el entorno exterior era favorable, lo que propiciaba fuertes entradas de capitales, excesivos crecimientos del crédito y, en general, situaciones de sobrecalentamiento de las economías. En la medida en que la respuesta de la oferta era demasiado rígida, los países comenzaban a acumular déficit por cuenta corriente

que implicaban una importante dependencia del financiamiento exterior para mantener el ritmo de crecimiento y, además, constituían una importante fuente de vulnerabilidad cuando las condiciones externas se hacían más adversas.

Dadas las condiciones económicas de los últimos años, en particular del período 2003-2008, justamente anterior a la crisis, existía el riesgo de que se hubiese generado una situación similar. En cambio, como se ha comentado, las vulnerabilidades tradicionales en América Latina se mantuvieron muy contenidas. Una de las razones que permite explicar este cambio es la mejora en la estabilidad macroeconómica, principalmente en el ámbito monetario y de precios,

GRÁFICA IV. INDICADORES DE VULNERABILIDAD^a (Nivel)



FUENTE: Banco de España.

^a Promedio aritmético de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su promedio histórico. Para mayor detalle sobre los indicadores, ver el cuadro 1. ^b Polonia, República Checa, Rumania, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria. ^c Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú. ^d Variación del crédito al sector privado descontada la inflación. ^e Variación de los depósitos bancarios del sector privado descontada la inflación. ^f Variación de la M2 descontada la inflación.

como consecuencia del giro en la orientación de las políticas económicas que tuvo lugar a lo largo de toda la década de los noventa. En este sentido, cabría resaltar como logros clave la ganancia de credibilidad de las políticas monetarias que se derivó de la transición hacia regímenes de objetivos de inflación en muchos países, la adopción de regímenes de tipo de cambio con mayor flexibilidad, la perseverancia en una mayor disciplina fiscal y el esfuerzo por reducir los desequilibrios por moneda, que existían tanto en los pasivos del sector público como del sector privado (*currency mismatches*). Pero otra parte seguramente está relacionada con la aplicación de algunas medidas de política económica, consideradas en el momento como poco convencionales, y de regulación prudencial, que permitieron evitar algunos de los efectos negativos de la fuerte entrada de capitales. El análisis de estas políticas cobra especial relevancia en una situación como la actual, en la que se está produciendo cierto replanteamiento de los objetivos e instrumentos tradicionales de la política monetaria y de su papel en la vigilancia de la estabilidad financiera.

Así, frente a las recomendaciones tradicionales de política económica para mitigar los efectos negativos de la fuerte entrada de capitales (la restricción fiscal y la flexibilización del tipo de cambio), varios países latinoamericanos utilizaron otro tipo de medidas complementarias, en el convencimiento de que las prescripciones tradicionales no eran suficientes —o no suficientemente flexibles— para solucionar problemas inmediatos como una apreciación excesiva del tipo de cambio o un exceso de liquidez en la economía. En este contexto, sin abandonar los regímenes de tipo de cambio flexible y de objetivos de inflación, muchos bancos centrales latinoamericanos optaron durante el período 2003-2008 por acumular reservas, cuando percibieron riesgos de desalineamiento del tipo de cambio respecto a sus fundamentos (ver Berganza y Broto, 2010). Las intervenciones cambiarias fueron habituales en Argentina y Brasil, en menor medida en Colombia y Perú, y relativamente inusuales en México y Chile, y resultaron en especial intensas en la primera mitad del 2007, el momento de mayor aceleración de los flujos financieros de corto plazo. En este sentido, aunque no existe un acuerdo unánime en la literatura reciente sobre los efectos de la política de acumulación de reservas, sí podría argumentarse que contribuyó a mitigar la apreciación de los tipos de cambio y,

en consecuencia, también el riesgo de una reversión posterior. Además, la acumulación de reservas sirvió para que los bancos centrales dispusieran de amplia liquidez en moneda extranjera durante la crisis, que fue utilizada para mitigar las presiones hacia la depreciación.

En Brasil, Colombia y Perú, se utilizaron, además, controles de capital para desincentivar las entradas de capital a corto plazo. En general, se utilizaron controles basados en precios, pero también se exigieron en algunas ocasiones períodos mínimos de inversión para ciertos flujos de capital, depósitos obligatorios no remunerados en otros casos, o impuestos sobre transacciones financieras de corto plazo con el exterior. Muchos de estos controles fueron desarticulados durante la crisis, si bien algunos han vuelto a introducirse desde finales de 2009, con la reanudación de las entradas de flujos financieros. La valoración sobre la efectividad de estos controles ha sido, hasta ahora, mixta. En la literatura, se ha criticado este tipo de medidas por su efectividad limitada a períodos de tiempo cortos, o por su ineficiencia. Sin embargo, recientemente parece observarse cierta mayor aceptación de estas medidas en determinadas circunstancias, cuando ya se han agotado otras vías para mitigar los efectos de dichos flujos (Ostry *et al.*, 2010).

Finalmente, conviene destacar también la estrecha vigilancia que se produjo en la mayoría de los países sobre el crecimiento del crédito como indicador adelantado de vulnerabilidad financiera, lo que llevó a diversos bancos centrales a utilizar medidas complementarias a los tipos de interés (en particular, la elevación de los coeficientes de encaje, por ejemplo, en Perú, Colombia y Brasil, o la introducción de provisiones dinámicas en Perú y Colombia) para mejorar la efectividad de la política monetaria. En varios países, las políticas macroeconómicas y la regulación financiera se orientaron a reducir la dolarización financiera, o al menos a hacer explícitos sus costos para desincentivar el uso del dólar como moneda de financiación e, indirectamente, la exposición al riesgo de tipo de cambio. Se introdujeron coeficientes de encaje más altos en moneda extranjera que en moneda local, se aumentaron los requerimientos de capital de los bancos para las posiciones en moneda extranjera, se impusieron límites a la posición en moneda extranjera de los bancos, y se continuó impulsando el desarrollo de mercados de deuda pública en moneda local

como elemento clave en la desdolarización financiera.

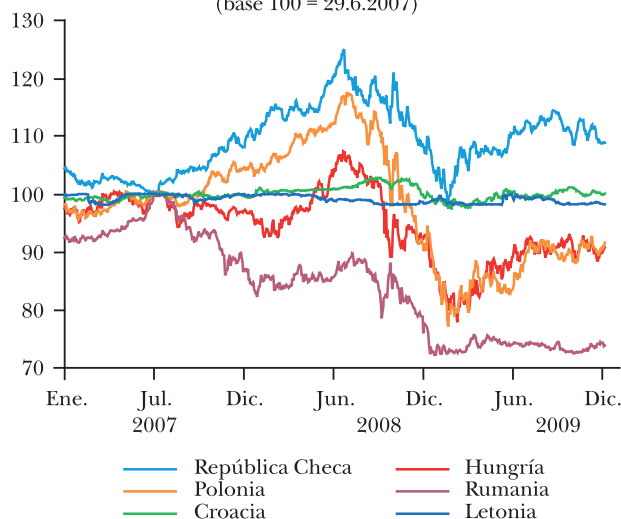
En Europa del Este, en cambio, el debate de política económica sobre los flujos de capital estuvo fuertemente condicionado en esos años por la adhesión a la Unión Europea. El proceso de adhesión implicaba un ancla muy beneficiosa para estos países, en la medida en que proporcionaba un marco institucional y regulatorio que promovía la convergencia y debía prevenir desviaciones importantes en sus políticas económicas. En cambio, la adhesión significaba también, entre otras consecuencias, el dismantelamiento de todos los controles de capital antes de la fecha de entrada en la Unión Europea, y la puesta en práctica de una serie de cambios institucionales que probablemente impulsaron la entrada de flujos de capital. Por un lado, la creciente integración financiera en Europa, junto con el aumento de la participación extranjera europea en los bancos, impulsó el crédito hacia esta región. Por otro, el elevado volumen de inversión extranjera directa, considerada como una fuente de financiación más estable, y una menor experiencia en la gestión de grandes volúmenes de flujos de capital hicieron que la actitud de política económica fuese en general menos escéptica y menos preventiva sobre el riesgo de una reversión brusca que en América Latina. Aunque algunos países tomaron medidas para contener el crecimiento del crédito, o aplicaron políticas fiscales algo más restrictivas, el resultado fue, en general, temporal y limitado (Von Hagen y Siedschlag, 2008).

IV. El impacto de la crisis y el papel anticíclico de las políticas aplicadas

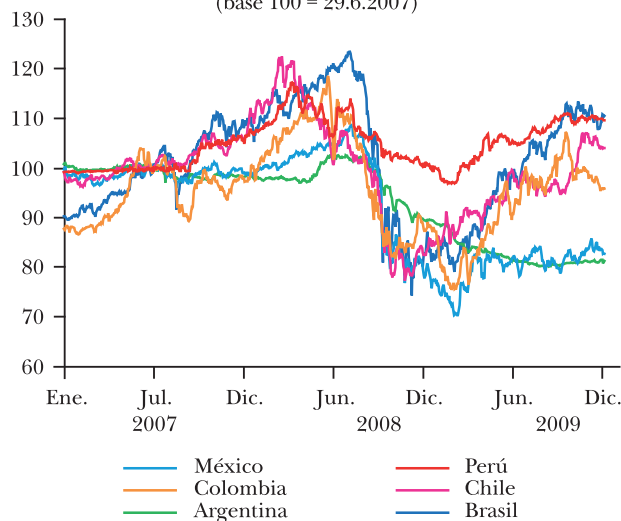
El colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008 significó la extensión de la crisis financiera global a las economías emergentes. En un primer momento, tanto los mercados financieros de América Latina como los de Europa del Este se vieron afectados por la generalización de la aversión al riesgo, con independencia de los perfiles de vulnerabilidad macroeconómica de los países. En dicho contexto de intensa preferencia por la liquidez en dólares, se produjo una brusca (aunque relativamente breve) retracción de los flujos de capitales en las dos regiones, que provocó depreciaciones del orden de 40%-50% en las principales divisas (ver gráfica V), una ampliación muy significativa de la

mayoría de las primas de riesgo soberano (ver gráfica VI).

GRÁFICA V. TIPOS DE CAMBIO, 2007-09 (Índices)
Tipo de cambio nominal frente al euro^{a,b}
 (base 100 = 29.6.2007)



Tipo de cambio nominal frente al dólar^a
 (base 100 = 29.6.2007)

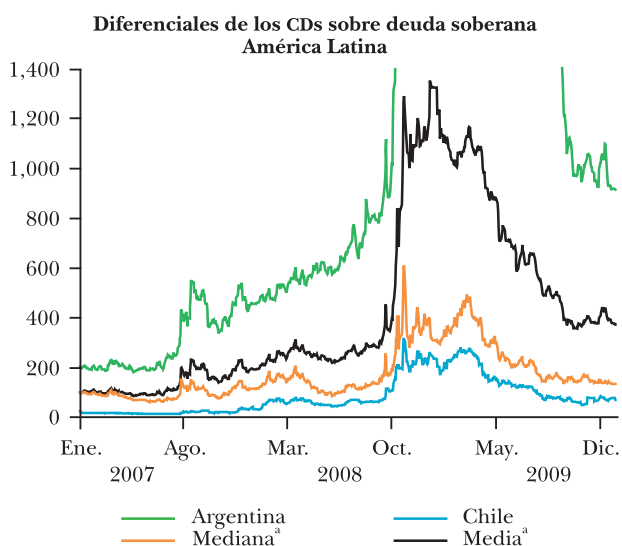
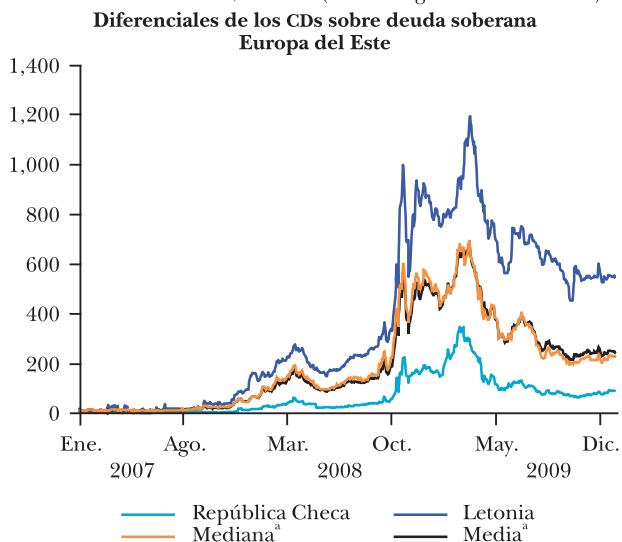


FUENTES: Datastream. Banco de Austria y Banco de España.

^a Un incremento del índice significa una apreciación. ^b Estonia, Lituania, y Bulgaria mantienen un tipo de cambio fijo frente al euro.

En la comparación del efecto de la crisis, resulta interesante analizar la distinta evolución seguida por los flujos de capital en las dos regiones. Así, si se observa el comportamiento de los flujos de capital netos a partir de los datos de balanza de pagos, es claro que Europa del Este experimentó un ajuste más profundo de estos flujos durante la crisis (ver gráfica VII). Sin embargo, los datos muestran que los flujos netos se mantuvieron en cifras positivas durante todo

GRÁFICA VI. DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO, 2007-09 (CDs en inglés. Puntos básicos)



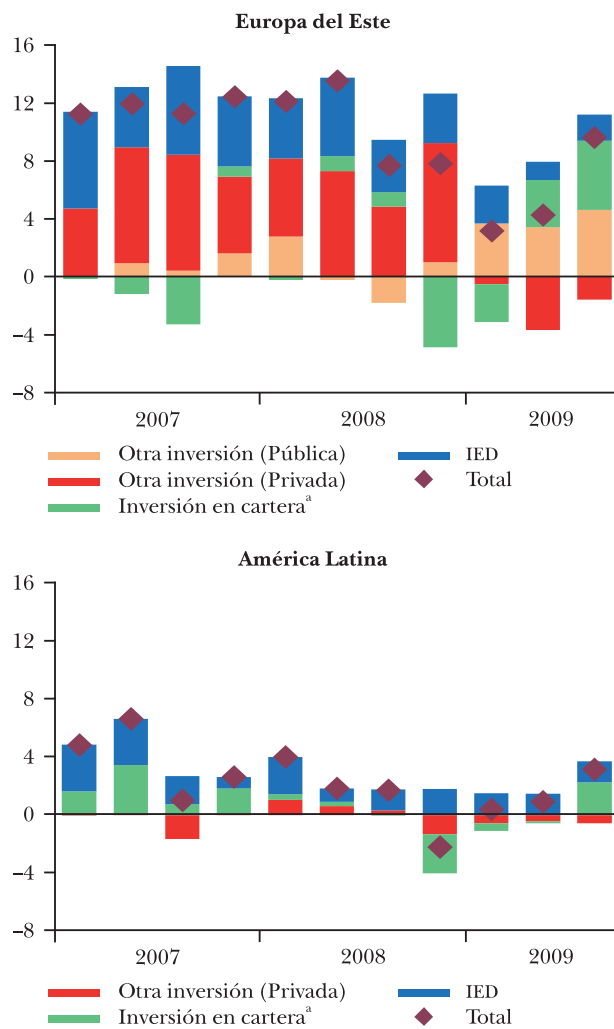
FUENTES: Datastream. Banco de Austria y Banco de España.

^a Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumania, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria. ^b América Latina: Brasil, México, Argentina, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

el período, aunque se desaceleraron fuertemente desde niveles cercanos a 10% del PIB en los años previos hacia 4% del PIB en la primera mitad del 2009. En América Latina, los flujos de capital netos, que habían sido sustancialmente más moderados en años previos, se convirtieron en salidas netas de capital durante tres trimestres, a finales de 2008 y comienzos de 2009. Una diferencia clave entre las dos regiones estriba en el hecho de que los flujos de capital a Europa del Este durante la crisis no fueron suficientes para cubrir el déficit corriente a nivel agregado, sobre todo en los países bálticos. Esto explica que en

varios países de esta región (Hungría, Rumania y Letonia) fuera necesaria asistencia financiera multilateral y bilateral del FMI (en forma de préstamos *Stand-by*) y de la Unión Europea. No así en América Latina, donde la brecha se cubrió con la venta de reservas internacionales y tan solo algunos países solicitaron líneas de liquidez al FMI (México y Colombia) o a la Reserva Federal (Brasil y México) de manera preventiva.

GRÁFICA VII. FLUJOS DE CAPITAL EN EUROPA DEL ESTE Y AMÉRICA LATINA, 2007-09 (flujos netos en porcentaje del PIB)



FUENTES: Eurostat. Banco de Austria y Banco de España.

^a Incluye derivados financieros.

La descomposición de los flujos de capital también ilustra algunos rasgos interesantes durante la crisis. La inversión extranjera directa, considerada, en general, por la literatura como el flujo de inversión más estable, confirmó este *a priori* y fue positiva durante el período en las dos regiones, aunque se desaceleró significativamente

sobre todo en Europa del Este, donde los flujos habían sido más abundantes en los años previos. En este sentido, puede ser pertinente la conclusión del trabajo de Ostry *et al.* (2010), que, al analizar los flujos financieros en el contexto de la crisis, apunta a que algunos flujos de inversión directa, en particular la inversión directa en el sector financiero, pueden ser más volátiles, en la medida en que incorporan flujos como la financiación entre matriz y filial que, por su propia naturaleza, son más parecidos a flujos de deuda que a los de inversión directa. En cambio, ambas regiones se vieron especialmente afectadas por espacio de dos trimestres por la fuerte salida de los flujos de inversión de cartera, el último del 2008 y el primero del 2009, que llegaron a alcanzar cifras negativas de 5% del PIB agregado de Europa del Este y de 4% en América Latina. Igualmente, con cierto retraso, también los flujos de *otra inversión* (que agrupan principalmente a los flujos bancarios) experimentaron cuantiosas salidas desde el primer trimestre del 2009 al tercero en ambas regiones.

En Europa del Este, hubo dos factores —el apoyo financiero internacional y la iniciativa de coordinación de Viena, por la que los bancos internacionales se comprometieron a mantener su exposición a la región— que resultaron clave en la estabilización de los flujos de capital a partir de comienzos del 2009 y en su posterior normalización, no solo en los países afectados, sino en el conjunto de la región, lo que apuntaría a un posible efecto catalizador de ambas iniciativas, aunque no exista evidencia directa de ello. En América Latina, este tipo de apoyo no resultó necesario y, de hecho, tan pronto como se constató, tras la reunión del G20 de marzo del 2009, que se reforzarían los recursos de liquidez prestables, la confianza de los mercados comenzó a recuperarse, evitando el riesgo de un contagio más generalizado. Así, en ambas regiones, los flujos financieros, liderados por los flujos de inversión en cartera, comenzaron a recuperarse desde el primer trimestre del 2009 y volvieron a acercarse progresivamente a los niveles anteriores a la crisis, hacia el tercer trimestre del 2009. Con todo, en Europa del Este la composición de los flujos ha cambiado significativamente, por el mayor peso de los flujos de financiación oficial y las entradas de cartera y, en cambio, menores flujos bancarios y de inversión directa.⁶

⁶ Esta situación de retorno de los flujos de capital muestra variaciones importantes por países, que se analizan en

En estas circunstancias, cabe destacar que, pese a la situación crítica a la que se llegó a finales del 2008 y comienzos del 2009, el peor escenario de crisis financiera en la región no llegó a materializarse. El impacto sobre la actividad económica vino fundamentalmente a través del canal comercial en ambas regiones, por el desplome del comercio mundial y la caída simultánea de la demanda externa de las principales economías. El efecto fue especialmente intenso en Europa del Este, donde se produjo una caída de la actividad de 4% en 2009, concentrada en la primera mitad del año, como consecuencia de su elevado grado de integración comercial en Europa y su tipo de especialización comercial (manufacturas), aunque, sin duda, la acumulación de desequilibrios financieros también contribuyó a esta evolución. En cambio, el canal de transmisión financiero pudo tener un impacto especialmente importante en determinados países (Estonia y Letonia), en los que, en algunos trimestres, los flujos de salida de capitales bancarios se acercaron a 25%-30% del PIB. En América Latina, la recesión, de 2.1% del PIB en 2009, fue la peor en treinta años, pero se concentró en México, como país con mayor integración comercial con Estados Unidos, y no fue tan intensa en el resto de los países, aunque algunos se vieron afectados por el fuerte descenso del precio de las materias primas como uno de los principales canales de transmisión.

En la evolución financiera relativamente favorable de ambas regiones incidieron sin duda las respuestas de política económica nacionales e internacionales, principalmente en el ámbito del aseguramiento de la liquidez, que se aplicaron desde los primeros momentos de la crisis. En cambio, las respuestas de política monetaria y fiscal de carácter anticíclico se retrasaron algunos meses. De hecho, hay que recordar que ambas regiones venían de un ciclo alcista en los tipos de interés (como consecuencia del repunte de la inflación derivado del choque de los precios de los alimentos que tuvo lugar entre 2007 y 2008), y que, además, en un primer momento, existieron dudas sobre la capacidad de los países emergentes de financiar políticas fiscales anticíclicas, en una situación de potencial *crowding out*, por el fuerte aumento de las necesidades de financiación de los países industrializados por la crisis. Sin embargo, a partir de finales del 2008, en América Latina comenzó un ciclo de descenso

detalle en un recuadro en el Documento Ocasional.

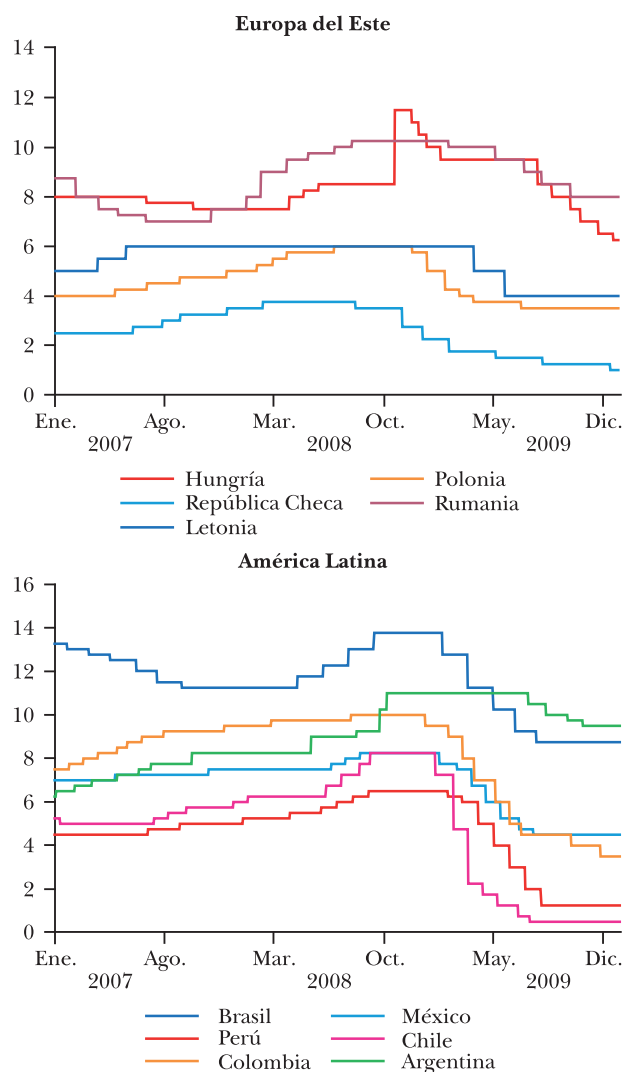
rápido de los tipos de interés oficiales iniciado por Colombia y seguido por el resto de los bancos centrales, que supuso un recorte acumulado de más de 500 pb en el agregado durante 2009, algo inédito en la región (ver gráfica VIII). Esta es una diferencia clave en la respuesta de política económica a la crisis en América Latina respecto al pasado, ya que, por primera vez, no se aplicaron políticas monetarias procíclicas durante una crisis, gracias a la mejora de los fundamentos y al menor temor a los efectos negativos de una depreciación cambiaria sobre los precios y los balances. También se tomaron algunas otras medidas para ampliar la liquidez, el recorte de los coeficientes de caja, el alargamiento de los plazos de préstamo de los bancos centrales o la ampliación de las garantías admitidas como colateral, pero ningún país llegó a una situación de

relajación cuantitativa, compra de activos o ampliación de los balances de los bancos centrales como en las economías desarrolladas, y solo en Chile los tipos de interés se situaron cerca de la cota inferior de cero.

En Europa del Este, la respuesta inicial de la política monetaria en algunos países, como Hungría, fue distinta, en la medida en que este país se vio obligado a elevar sus tipos de interés para defender el tipo de cambio. Sin embargo, a medida que la situación en los mercados financieros tendió a estabilizarse, los tipos de interés oficiales pudieron reducirse sustancialmente durante 2009 e incluso 2010. Algunos países de la región mantenían regímenes de tipo de cambio muy rígidos (*currency board* o tipo de cambio fijo), por lo que la política monetaria no pudo gestionarse de forma independiente. En Europa del Este, el apoyo financiero internacional fue mayor y, si cabe, más decisivo. Hungría, Letonia y Rumania recibieron acuerdos *Stand By* del FMI, orientados a mitigar problemas de corto plazo de balanza de pagos, por importes respectivos de 18%, 32% y 14% del PIB del 2008, mientras que Polonia suscribía una línea de crédito flexible por un importe de en torno a 5% del PIB.

Las respuestas de política fiscal resultan más difíciles de evaluar comparativamente, pero tuvieron, en principio, un carácter más anticíclico en América Latina que en Europa del Este, gracias a una mejor situación fiscal previa a la crisis y a una menor dependencia de la financiación exterior. De hecho, algunas estimaciones apuntan a que los paquetes fiscales aprobados en América Latina estuvieron, por término medio, próximos a 2% del PIB, aunque con una amplia variabilidad por países. Chile y, en menor medida, Perú fueron los países con mayor capacidad de hacer política anticíclica sustancial, por la existencia de reglas fiscales que les permitieron acumular fondos de riqueza soberana y ahorros durante los años de bonanza. En Brasil, en cambio, la respuesta anticíclica vino de la mano del impulso a los recursos de la banca pública, cuya expansión del crédito compensó en buena parte el descenso del crédito otorgado por la banca privada. En cambio, en Europa del Este, solo algunos países estuvieron en situación de aplicar políticas fiscales anticíclicas (Polonia y República Checa, del orden de 1%), mientras que otros (países bálticos, Hungría, Rumania y Bulgaria) tuvieron que embarcarse en una restricción fiscal para recuperar la confianza de los mercados, lo que indujo un tono procíclico a la política fiscal.

GRÁFICA VIII. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN EUROPA DEL ESTE Y AMÉRICA LATINA, 2007-09 (En porcentajes)



FUENTES: Bancos Centrales.

V. Conclusiones

La comparación del impacto de la crisis en Europa del Este y América Latina revela que la vulnerabilidad macroeconómica y financiera de ambas regiones era muy distinta al comienzo de la crisis, en 2008. Aunque existían diferencias entre países, en general, la crisis afectó a América Latina en un momento en el que muchas de estas vulnerabilidades se habían reducido sustancialmente, mientras que en Europa del Este había sucedido lo contrario, de acuerdo con los indicadores monetarios, bancarios y del sector exterior analizados. El papel de las políticas económicas preventivas, que se aplicaron en mayor medida en América Latina, resultó fundamental en este sentido. En ambas regiones el canal principal de transmisión de la crisis fue el real, es decir, la caída de la demanda exterior y del comercio internacional, y, en el caso de América Latina, el precio de las materias primas, que resulta tan relevante para esta región exportadora. Sin embargo, inicialmente en Europa del Este también jugó un papel importante el canal de transmisión financiero, dado que la paralización de los mercados financieros internacionales impactó fuertemente en estos países por sus amplias necesidades de financiación exterior. Gracias al apoyo de la liquidez internacional y a las iniciativas de coordinación privadas bancarias, este canal de transmisión se vio en cierto modo desactivado, de forma que, *a posteriori*, la integración de estos países en las redes bancarias europeas resultó ser un activo frente a la crisis. En América Latina, en cambio, el canal financiero no funcionó de manera tan intensa como en ocasiones anteriores, gracias a la mejora de los fundamentos y a la agilidad de las respuestas de política económica anticíclicas.

Desde marzo del 2009, la situación de los mercados financieros en ambas regiones tendió a estabilizarse, tendencia que se ha prolongado hasta comienzos de 2010, a pesar del aumento de la inestabilidad internacional generada por las dudas sobre la situación fiscal de algunos países europeos, en particular, Grecia. Sin embargo, la crisis ha supuesto una importante pérdida de producto en algunos países, sobre todo de Europa del Este, cuyo crecimiento sigue lastrado por el intenso ajuste en proceso, derivado, principalmente, de la necesidad de absorber los elevados

desequilibrios acumulados. En América Latina, las perspectivas a corto plazo se perfilan como más favorables, en la medida en que los desequilibrios acumulados fueron menores, y el marco de políticas aplicado parece haber servido para mitigar el impacto de la crisis global.

Con una perspectiva de largo plazo, el ancla europea ha sido beneficiosa, y continuará siéndolo previsiblemente para las economías de Europa del Este, dado que proporciona un marco institucional que promueve la convergencia. América Latina, en cambio, se ha beneficiado de las mejoras en la calidad de las políticas económicas aplicadas y de la reducción de vulnerabilidades. Sin embargo, dada la ausencia de un marco de convergencia en este caso, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y las mejoras de productividad, elementos clave en los próximos años, tendrán que venir de la mano de la aplicación de las necesarias reformas estructurales por parte de los diferentes países de la región.

Referencias

- Backé, P., B. Égert y Z. Walko (2007), "Credit Growth in Central and Eastern Europe Revisited", *Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank, vol. 2, pp. 69-77.
- Berganza, J. C., y C. Broto (2010), *Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging countries: Credibility vs. flexibility*, texto mimeografiado.
- Ostry, J., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi y D. B. Reinhardt (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF (Staff Position Note, n° 10/04); versión en español "Entradas de capital: el papel de los controles", *Boletín del CEMLA*, vol. 56, n° 1, enero-marzo del 2010, pp. 38-57.
- Von Hagen, J., e I. Siedschlag (2008), *Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe*, ESRI, marzo (Working Paper, n° 234).
- Zumer, T., B. Égert y P. Backé (2009), "Credit Developments in CEE: From Boom to Bust or Back to Balance?", *Slovenian Journal for Money and Banking*, vol. 58, n° 11, noviembre, pp. 94-101.

Cinco siglos de desigualdad latinoamericana*

Jeffrey G. Williamson

I. Desigualdad de América Latina en cinco siglos

La mayoría de analistas de la economía latinoamericana transmiten una creencia pesimista de la persistencia histórica: es decir, ellos creen que América Latina ha tenido siempre altos niveles de desigualdad en el ingreso y la riqueza, de tal forma que sugieren que será muy

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo *Five Centuries of Latin American Inequality*, de J. G. Williamson, (jwilliam@fas.harvard.edu), Wisconsin University y Harvard University. (NBER Working Paper, n° 15305). Este documento es una revisión de "History without Evidence: Latin American Inequality since 1491" presentado en la conferencia A Comparative Approach to Inequality and Development: Latin America and Europe (Madrid, del 8 al 9 de mayo del 2009) y en la Sesión de Desigualdad del Congreso de Historia Económica Mundial (Utrecht, del 3 al 7 agosto del 2009). Mis sinceros agradecimientos: comentarios en el artículo y discusiones previas sobre el tema con Daron Acemoglu, Bob Allen, Lety Arroyo Abad, Carlos Bazdresch, Luis Bértola, John Coatsworth, Rafa Dobado, Regina Grafe, Alejandra Irigoin, Peter Lindert, Branko Milanovic, Leandro Prados de la Escosura, Jaime Salgado, Dick Salvucci, Blanca Sánchez-Alonso, Sam Williamson y a los participantes de los seminarios de CIDE (Octubre del 2007), Canterbury (Marzo del 2009), ANU RISS-Economics (Abril del 2008), Warwick (Mayo del 2008), Paris GlobalEuronet Summer School (Julio del 2008), Barcelona (Octubre del 2008), IISH (Octubre del 2008), Taller de Desarrollo AE de Wisconsin (Octubre del 2008), y el Taller de Historia/Desarrollo de Michigan (Diciembre del 2008); y especialmente la generosa ayuda con los datos de Amilcar Challu. Las opiniones expresadas en el presente artículo son las opiniones del autor y no representan necesariamente las opiniones de la National Bureau of Economics Research. © 2009 por Jeffrey G. Williamson. Reservados todos los derechos. Se pueden citar pequeñas secciones de texto que no pasen de dos párrafos sin la autorización explícita siempre que se dé el crédito total, incluyendo, aviso © a la fuente.

difícil o incluso imposible que la política social moderna cree una sociedad más igualitaria. El presente documento argumenta que la poca evidencia con que se cuenta no respalda esta conclusión. La opinión de persistencia se basa en la literatura histórica que ha hecho poco o ningún esfuerzo por ser comparativa. De hecho, otros estudios han demostrado que aun donde existe persistencia histórica medida, los efectos se debilitan con el tiempo (Banerjee e Iyer, 2005; Nunn, 2008; Bruhn y Gallego, 2009). No obstante los analistas observan una América Latina más desigual comparada con Asia y las naciones ricas posteriores a la industrialización (López y Perry, 2008) y luego asumen que esto debe haber sido siempre cierto. En efecto, algunos han argumentado que la gran desigualdad apareció muy pronto en el continente americano posterior a la conquista y que este hecho respaldó a instituciones en la captación de rentas y anticrecimiento lo cual ayuda a explicar el frustrante desempeño del crecimiento que observamos incluso hoy día. Este artículo propone lo contrario. Comparada con el resto del mundo, la desigualdad *no* fue alta en el preconquista de 1491, ni fue alta en las décadas posconquista que siguieron después de 1492. De hecho, ni siquiera fue elevada a mediados del siglo XIX justo antes de la *belle époque* de América Latina. No fue sino después que aumentó. La persistencia histórica de la desigualdad de América Latina es un mito.

La siguiente sección coloca la desigualdad preindustrial latinoamericana en contexto comparándola con la desigualdad en el mundo en los dos milenios desde Roma en el 14 DC hasta la India Británica en 1947. Resulta ser

que cuando se hace la comparación, lo inusual en la América Latina preindustrial es poco. El estudio ofrece luego explicaciones empíricas para la desigualdad preindustrial en todo el mundo sobre los dos milenios desde Roma, incluyendo la América Latina de fines de los siglos XVIII y XIX. Luego preguntamos si América Latina ha sido siempre más desigual o no. El estudio pasa a utilizar la relación estimada encontrada en la muestra preindustrial para llenar por predicción las muchas y grandes brechas empíricas en la historia de desigualdad latinoamericana desde 1491 hasta el final de la *belle époque*. Es decir, utiliza una relación preindustrial mundial estimada para predecir la desigualdad latinoamericana donde no se cuenta aún con evidencia disponible de la distribución del ingreso. Posteriormente, estas predicciones se compararon con los hechos de desigualdad latinoamericana donde existan. El documento concluye planteando cuatro hipótesis revisionistas. La esperanza es que estas hipótesis de trabajo se utilicen para motivar la recolección de nueva evidencia de desigualdad preindustrial y por ende tal vez derrocar de una vez por todas las creencias de persistencia histórica que difunde el debate moderno en cuanto a la desigualdad latinoamericana.

II. América Latina en contexto: ¿qué apariencia tiene la desigualdad preindustrial en el mundo?¹

No tenemos evidencia que documente la desigualdad en la civilización inca, azteca u otras civilizaciones indígenas en el continente americano antes de la llegada de los conquistadores ibéricos. Pero podemos imaginarlo. Recientemente, Branko Milanovic, Peter Lindert y mi persona (2008; de ahora en adelante BMW) recabamos lo que llamamos una base de datos de la *desigualdad antigua* de 29 lugares que abarcan dos milenios desde el Imperio Romano en el año 14, Bizancio en el año 1000, Inglaterra en 1290, Toscana en 1427, Holanda en 1732, Castilla la Vieja en 1752, Francia en 1788, Java en 1880 y la India Británica en 1947. La muestra incluye cuatro observaciones latinoamericanas: Nueva España 1790, Chile 1861, Brasil 1872 y Perú 1876, aunque ahora se puede agregar una

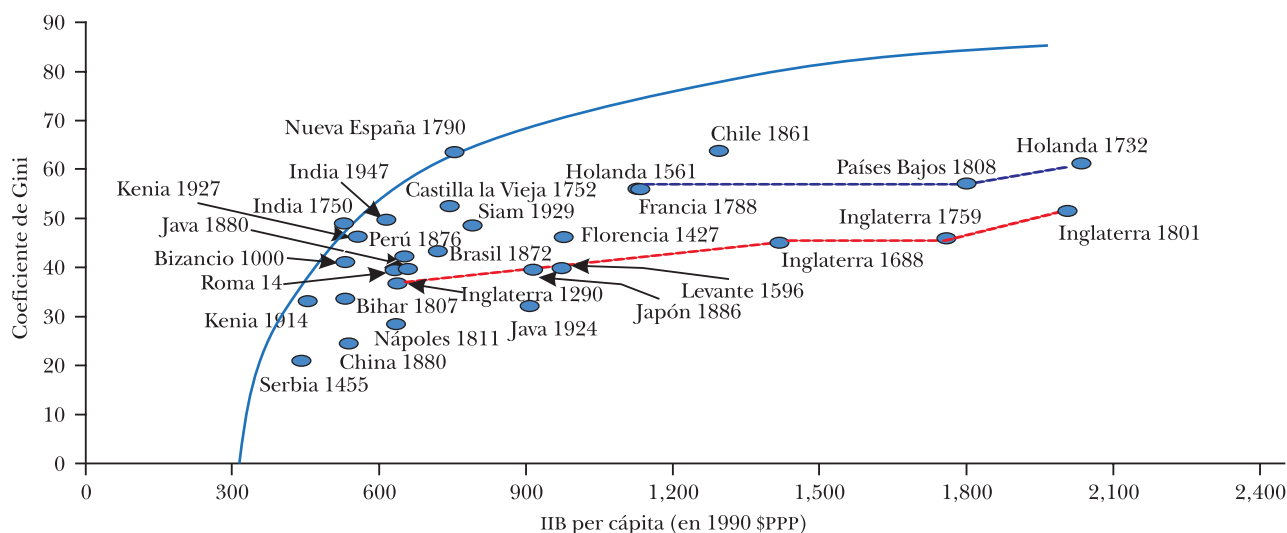
¹ Como será aparente, esta y la siguiente sección hacen un uso importante de Milanovic *et al.* (2008).

nueva observación del cuadro social mexicano de 1844 a la muestra BMW. Mientras que cada una de estas 29 observaciones de BMW reporta un coeficiente de Gini y otras medidas de desigualdad, sólo Toscana 1427 ofrece una distribución del tamaño completo del ingreso. Más bien, las observaciones se han construido principalmente de lo que se llamó los *cuadros sociales*, fuentes que reportan ingreso promedio y destinatarios de ingreso por clase social, pero sin varianza de ingreso dentro de ellas.

Los cuadros sociales son particularmente útiles para evaluar las sociedades antiguas donde las clases sociales estaban claramente delineadas, donde las diferencias en los ingresos promedio entre ellas fueron sustanciales y donde la movilidad entre ellas fue trivial. Si sólo la clase (y la raza) determinaba el ingreso y si las diferencias de ingreso entre clases eran grandes mientras que las diferencias de ingreso dentro de éstas eran pequeñas (principalmente como reflejo del estatus del ciclo vital y la suerte), entonces la mayoría de las desigualdades se explicarían por las diferencias de ingreso promedio entre clases. Una de los cuadros sociales más famosos fue construido por Gregory King para Inglaterra y Gales en 1688 (Barnett, 1936; Lindert y Williamson, 1982). La lista de clases de King era bastante detallada (31 en número), pero él no indicó desigualdades dentro de estos grupos sociales, por lo cual no podemos identificar desigualdades dentro de las clases para la Inglaterra de 1688. Sin embargo, cuando también se cuenta con la varianza del ingreso dentro de las clases para cualquier país preindustrial con estimaciones de cuadros sociales, las diferencias entre la desigualdad medida son generalmente muy pequeñas ya sea que la varianza dentro de las clases esté incluida o excluida. En efecto, cuando se compara cualesquiera dos sociedades preindustriales donde se cuenta con distribuciones de tamaño completo, las diferencias de desigualdad entre ellas se pueden explicar casi por entero mediante las diferencias de desigualdad medidas por diferencias de clase solas. En resumen, la mejor parte de desigualdad en sociedades preindustriales es y fue explicada por diferencias de ingreso promedio entre clases.

El cuadro 1 y la gráfica I informan cómo se ven los datos de BMW. Las estimaciones del coeficiente de Gini se muestran en la gráfica I contra el ingreso o el PIB (o el ingreso interno bruto, IIB) per cápita. La gráfica I también

GRÁFICA I. DESIGUALDADES ANTIGUAS COEFICIENTES GINI ESTIMADOS Y LAS FRONTERAS DE POSIBILIDAD DE DESIGUALDAD



FUENTES: Milanovic, Lindert y Williamson (2008), figura 2.

NOTA: La línea continua FPD está construida suponiendo que $s = \$PPP 300$. Ver texto.

muestra lo que llamamos la *frontera de posibilidades de desigualdad* (FPD) (línea continua), una curva que se basa en la desigualdad máxima que la élite pudo haber extraído a ese ingreso per cápita. El máximo se construyó con el supuesto de que todos excepto la élite de dichas sociedades represivas pudieron haber recibido justo el mínimo de subsistencia del Banco Mundial equivalente a USD 300 en paridad del poder adquisitivo (PPP).² La relación de la des-

² Esto es menos que el mínimo de subsistencia asumido por Maddison (1998) USD 400 en PPP que, en principio, cubre más que las necesidades fisiológicas. Nótese que Bairoch (1993) estimó un mínimo puramente fisiológico “suficiente para sostener la vida con actividad moderada y consumo cero de otros bienes” de USD 80 en PPP para los precios de 1960, o de USD 355 en PPP para los precios de 1990. Nuestro mínimo también es consistente con la línea de pobreza absoluta del Banco Mundial que es de 1.08 por día per cápita en dólares de 1993 expresados en PPP (Chen y Ravallion, 2007). Se calcula que esto es cerca de USD 365 en PPP por año en precios internacionales de 1990. Dado que se cree que más de mil millones de personas tienen ingresos menores a la línea de pobreza global del Banco Mundial, parece razonable asumir que el ingreso fisiológico mínimo debe de ser menor. También se puede recordar que Colin Clark (1957) hicieron la distinción entre unidades internacionales (los primeros dólares en PPP) y unidades orientales, los equivalentes más bajos del dólar que creían se mantuvieron para regiones subtropicales o tropicales donde las necesidades calóricas, vivienda y vestido son considerablemente menores que las de climas templados. Como nuestra muestra preindustrial antigua incluye un número justo de países tropicales, esto nos da otra razón para usar una estimación conservadoramente por debajo del mínimo fisiológico.

igualdad verdadera a la máxima desigualdad factible (ambas expresadas como coeficientes de Gini) se nombró como *coeficiente de extracción*.³ En la mayoría de los casos, el Gini preindustrial calculado está bastante cerca de la frontera de posibilidades de desigualdad. Los países que están más lejos de la curva de FPD –con los coeficientes de extracción más bajos– son las economías preindustriales más avanzadas del noroeste de Europa, es decir, Holanda 1561-1808, Francia 1788 e Inglaterra 1688-1801.

La frontera de posibilidades de desigualdad nos permite situar mejor estas estimaciones antiguas de desigualdad preindustrial en un contexto moderno. El panel inferior del cuadro 1 suministra estimaciones de los coeficientes de extracción de desigualdad para 25 sociedades contemporáneas. A menudo se ha citado a Brasil como ejemplo de una sociedad extremadamente desigual, impulsada por una larga historia de esclavitud, discriminación racial y dualismo regional. En efecto el Gini de Brasil en el 2002 es comparable con las sociedades preindustriales más desiguales de nuestra muestra de desigualdad antigua. Pero, Brasil es más de cuatro veces más rico que la sociedad antigua promedio de nuestra muestra, por tanto su máxima desigualdad factible (92.7) es mucho

³ El coeficiente de extracción no es diferente del índice del porcentaje de pobreza, pero donde la línea de pobreza es fija.

Cuadro 1

MEDIDAS DE DESIGUALDAD PREINDUSTRIAL

<i>País o región, año</i>	<i>Gini</i>	<i>Ingreso promedio/s^a</i>	<i>Gini máximo factible (IPF)</i>	<i>Razón de extracción de desigualdad (%)</i>
Imperio Romano, 14	39.4	2.1	52.6	75.0
Bizancio, 1000	41.1	1.8	43.7	94.1
Inglaterra y Gales, 1290	36.7	2.1	53.0	69.2
Toscana, 1427	46.1	3.3	69.3	66.6
Serbia Sur 1455	20.9	1.5	32.2	64.8
Holanda, 1561	56.0	3.8	73.4	76.3
Levant, 1596	39.8	3.2	69.1	57.6
Inglaterra y Gales, 1688	45.0	4.7	78.8	57.1
Holanda, 1732	61.1	6.8	85.2	71.7
Moghul, India, 1750	48.9	1.8	43.4	112.8
Castilla la Vieja, 1752	52.5	2.5	59.7	88.0
Inglaterra y Gales, 1759	45.9	5.9	82.9	55.4
Francia, 1788	55.9	3.8	73.5	76.1
Nueva España, 1790	63.5	2.5	60.2	105.5
Inglaterra y Gales, 1801	51.5	6.7	85.0	60.6
Bihar (India), 1807	33.5	1.8	43.7	76.7
Países Bajos, 1808	57.0	6.0	83.3	68.5
Nápoles, 1811	28.4	2.2	52.9	53.7
Chile, 1861	63.7	4.3	76.8	83.0
Brasil, 1872	43.3	2.4	58.3	74.2
Perú, 1876	42.2	2.2	54.0	78.1
Java, 1880	39.7	2.2	54.6	72.8
China, 1880	24.5	1.8	44.4	55.2
Japón, 1886	39.5	3.1	67.2	58.8
Kenia, 1914	33.2	1.5	34.2	96.8
Java, 1924	32.1	3.0	66.9	48.0
Kenia, 1927	46.2	1.9	46.2	100.0
Siam, 1929	48.5	2.6	62.1	78.1
India británica, 1947	49.7	2.1	51.3	96.8
<i>Promedio</i>	<i>44.3</i>	<i>3.1</i>	<i>60.6</i>	<i>74.9</i>
<i>Contrapartes modernas</i>				
Italia, 2000	35.9	62.5	98.3	36.5
Turquía, 2003	43.6	22.0	95.4	45.7
Reino Unido, 1999	37.4	66.1	98.4	38.0
Serbia, 2003	32.2	11.2	91.0	35.4
Países Bajos, 1999	28.1	72.0	98.5	28.5
India, 2004	32.6	6.4	84.2	38.7
España, 2000	33.0	50.9	97.9	33.7
Francia, 2000	31.2	69.4	98.4	31.7
México, 2000	53.8	24.1	95.7	56.2
Chile, 2003	54.6	33.7	96.6	56.4
Brasil, 2002	58.8	13.9	92.7	63.4
Perú, 2002	52.0	12.3	91.8	56.7
Kenia, 1998	44.4	4.5	77.6	57.2
Indonesia, 2002	34.3	10.7	90.5	37.9
China, 2001	41.6	11.5	91.2	45.6
Japón, 2002	26.0	70.2	98.5	26.4
Tailandia, 2002	50.9	21.3	95.2	53.5
<i>Promedio</i>	<i>40.6</i>	<i>33.1</i>	<i>93.6</i>	<i>43.6</i>
<i>Otros contemporáneos</i>				
Sudáfrica, 2000	57.3	14.7	93.1	61.6
Estados Unidos, 2000	39.9	77.7	98.6	40.5
Suecia, 2000	27.3	52.2	98.0	27.9
Alemania, 2000	30.3	62.0	98.3	30.8
Nigeria, 2003	42.1	3.0	66.7	63.1
Congo, D.R., 2004	41.0	1.5	33.3	123.1
Tanzania, 2000	34.6	1.8	44.4	77.9
Malasia, 2001	47.9	26.0	96.1	49.9

FUENTE: Milanovic, Lindert y Williamson (2008: cuadro 2). Sociedades antiguas clasificadas por año.

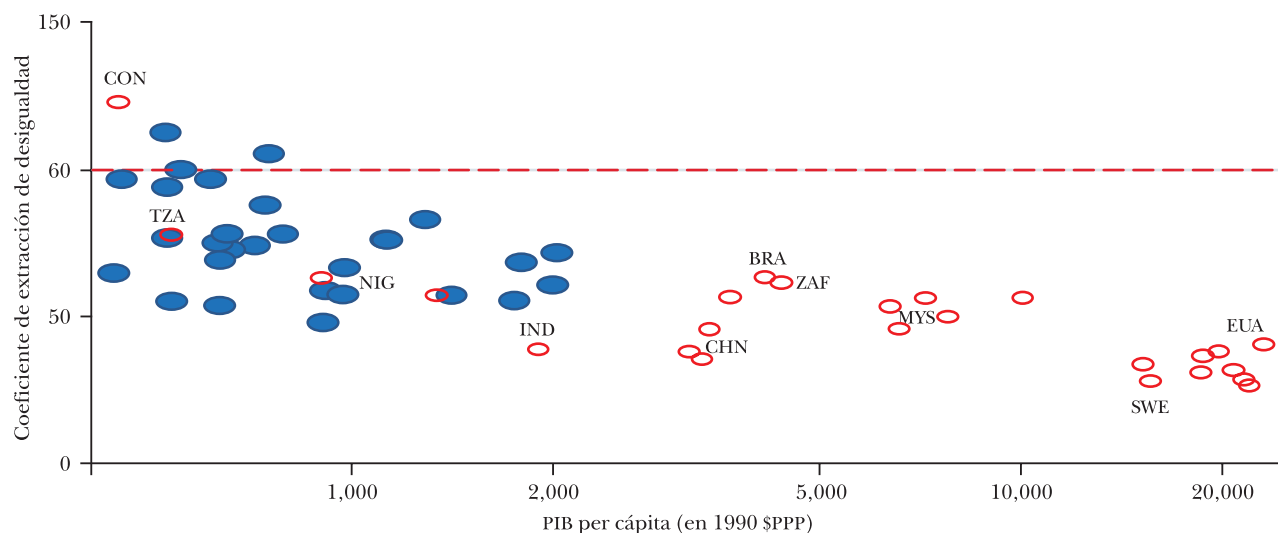
^a se refiere a subsistencia y es equivalente a USD 300.

mayor que nuestra sociedad antigua promedio (60.6). Por lo tanto, las élites modernas han extraído solo un poco más de 63% de la máxima desigualdad factible en Brasil, y su coeficiente de extracción de desigualdad es aproximadamente igual al que encontramos entre las sociedades antiguas *menos* explotadoras y represivas como Inglaterra 1801-1803 y Japón 1886. Lo que es cierto en Brasil, es también cierto en Chile, México y Perú contemporáneos. Los tres hoy tienen coeficientes de Gini muy por encima del promedio mundial (Chile 2003 = 54.6, México 2000 = 53.8 y Perú 2002 = 52 contra el promedio mundial = 40.6); pero los tres tienen coeficientes de extracción por debajo del *menos* explotador en nuestra muestra de sociedades antiguas. Además, los cuatro hoy no tienen coeficientes de Gini superiores que los de hace 150 o 200 años. La desigualdad cayó por más de dos siglos en dos repúblicas latinoamericanas para las que existen datos: Chile de 63.7 en 1861 a 54.6 en el 2003, o 14% menos; y, México de 63.5 en 1790 a 53.8 en el 2000, o 15% menos. La desigualdad ha estado subiendo por más de dos siglos en las otras dos repúblicas latinoamericanas para las cuales existen datos: Brasil de 43.3 en 1872 a 58.8 en 2002, o 36% más alto; y, Perú de 42.2 en 1876 a 52 en el 2002, o 23% más alto.

A medida que un país se hace más rico y su excedente sobre la subsistencia aumenta, su desigualdad factible se expande. En consecuencia,

aun si la desigualdad registrada es estable, el coeficiente de extracción debe bajar. Esto se puede ver en la gráfica II, donde la razón de extracción de la desigualdad se graficó contra el ingreso per cápita tanto para las sociedades antiguas como para sus contrapartes modernas. Por ende, las consecuencias sociales del aumento de la desigualdad pueden no conllevar tanto empobrecimiento *relativo* o tanta injusticia percibida como podría parecer si sólo miráramos el Gini registrado. Esta lógica es particularmente imperiosa para sociedades de ingreso medio y bajo donde los aumentos en el ingreso empujan de manera brusca la desigualdad factible máxima a lo largo de la parte más elevada de la curva FPD. Entre más aumente una sociedad por encima del mínimo de subsistencia, el desarrollo económico elevará menos sus posibilidades de desigualdad y, por ende el coeficiente de extracción será impulsado cada vez más por el aumento del Gini real mismo. De esta manera, el coeficiente de extracción de desigualdad ha *caído* en todas partes de América Latina en el último siglo o dos y, en algunos casos, ha sido bastante: se redujo 15% en Brasil (de 74.2 en 1872 a 63.4 en el 2002); cerca de 32% en Chile (de 83 en 1861 a 56.4 en el 2003); 47% en México (de 105.5 en 1790 a 56.2 en el 2000); y cerca de 27% en Perú (de 78.1 en 1876 a 56.7 en el 2002). Mientras que el resto de este artículo se enfocará en la desigualdad real o medida, los

GRÁFICA II. COEFICIENTE DE EXTRACCIÓN DE DESIGUALDAD PARA LA SOCIEDAD ANTIGUA DE LA MUESTRA: MUESTRA DE LA SOCIEDAD Y SUS CONTRAPARTES LAS SOCIEDADES MODERNAS



FUENTES: Milanovic, Lindert y Williamson (2008), figura 4.

NOTAS: Las sociedades modernas están dibujadas con círculos sin relleno. El eje horizontal en logaritmos. El coeficiente de extracción de desigualdad en porcentajes. CON = Congo, D.R.; TZA = Tanzania; NIG = Nigeria; IND = India; CHN = China; BRA = Brasil; ZAF = Sudáfrica; SWE = Suecia; EUA = Estados Unidos de América.

futuros debates sobre justicia social y desarrollo económico tendrán que lidiar con las implicaciones de diferentes tendencias de desigualdad real y coeficientes de extracción.

III. Fundamentos: explicación de la desigualdad preindustrial en el mundo

¿Podemos explicar las diferencias en la desigualdad observada usando la información de BMW de las antiguas sociedades preindustriales? La hipótesis de Kuznets plantea que la desigualdad tiende a seguir una especie de u invertida a medida que el ingreso promedio real aumenta. Aunque Kuznets formuló su hipótesis explícitamente con una perspectiva hacia economías industrializadas y en proceso de industrialización, uno podría preguntarse si su curva es aún más evidente entre nuestras economías preindustriales. Después de todo, el alza secular puede explicarse fácilmente por aumentos en el ingreso per cápita: los países pobres no tiene mucho excedente que la élite pueda extraer, pero a medida que el ingreso aumenta en las economías preindustriales, el excedente y la desigualdad potencial también aumentan. El cuadro 2 incluye además del logaritmo promedio del ingreso y su cuadrado, la tasa de urbanización, la densidad poblacional y el estatus colonial (una variable ficticia o dumi). Adicionalmente, la regresión también incluye una serie de controles en los datos para excentricidades de cada país: el número de grupos sociales disponibles para calcular el Gini, si la base es el cuadro social o los datos fiscales, y si el cuadro social para una colonia incluye el ingreso de colonos residentes. La hipótesis de Kuznets predice un coeficiente positivo sobre el ingreso promedio (o su logaritmo) y un coeficiente negativo sobre su cuadrado. Nosotros esperamos también mayor desigualdad para los países más urbanizados (lo que reflejaría un hallazgo común de que la desigualdad en áreas urbanas tiende a ser mayor que en áreas rurales: Ravallion *et al.*, 2007), y para aquellos que están gobernados por élites extranjeras, pues se presume que los colonos poderosos son capaces de llegar a coeficientes de extracción más altos que las élites locales más débiles, y dado que los países con élites locales débiles pero con grandes excedentes atraerán a colonos poderosos para que lo extraigan (Acemoglu, Johnson y Robinson 2001, 2002).

Los resultados empíricos confirman todas las expectativas. Los dos términos de ingreso son

Cuadro 2

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN PARA EL COEFICIENTE DE GINI

	1	2	3
PIB per cápita	360.5 ^a (0.001)	366.7 ^a (0.001)	360.2 ^a (0.002)
PIB per cápita al cuadrado	-25.0 ^a (0.002)	-25.5 ^a (0.002)	-25.0 ^a (0.003)
Tasa de urbanización	0.349 ^b (0.08)	0.354 ^b (0.08)	0.353 ^b (0.093)
Densidad de población	-0.105 ^a (0.001)	-0.100 ^a (0.003)	-0.107 ^b (0.053)
Número de grupos	-0.009 (0.16)	-0.009 (0.19)	-0.010 (0.18)
Colonia (0-1)	12.63 ^a (0.001)	12.93 ^a (0.001)	12.41 ^a (0.002)
Extranjero (0-1)	-9.59 (0.25)	-9.97 (0.25)	-9.26 (0.29)
Asia (0-1)		-1.28 (0.69)	
Encuesta fiscal (0-1)	-4.86 (0.57)	-4.85 (0.24)	-4.85 (0.28)
Constante	-1,246 ^a (0.001)	-1,266 ^a (0.001)	-1,245 ^a (0.002)
Número de observaciones	28	28	26
R ² ajustado	0.75	0.73	0.73

FUENTE: Milanovic, Lindert y Williamson (2008), cuadro 3).

NOTAS: EL PIB per cápita está en logaritmo naturales. Los valores *p* en paréntesis.

^a Coeficientes significativos a 10%. ^b Coeficientes significativos a 1%.

del signo correcto y significativo, lo que respalda una curva preindustrial de Kuznets.⁴ El signo de la *tasa de urbanización* es positivo, tal como se predijo, pero como compite con la densidad poblacional, su significancia estadística es en cierto modo menor. No obstante, el aumento de cada punto porcentual de la tasa de urbanización (digamos de 10% a 11%) está asociado con un aumento en el Gini de 0.35 puntos. Las colonias fueron claramente mucho más desiguales: con todo lo demás, las colonias tuvieron un Gini casi 13 puntos más alto que aquellos diferentes de colonias.⁵ *Extranjero* es una variable ficticia de control

⁴ Nótese que el PIB per cápita está en logaritmos naturales.

⁵ Se debe enfatizar que esto es sólo una correlación. La relación causal no se puede identificar con esta regresión.

para dos observaciones (Serbia Sur 1455 y Levant 1596) que fueron colonias pero para ellos sus estudios de desigualdad antiguos no informan los ingresos ni el número de colonizadores en el poder. Esto es, por lo tanto, simplemente otro control por excentricidad de los datos y su signo negativo muestra que, siendo una colonia, pero sin tener colonizadores en el estudio, reduce considerablemente la desigualdad registrada (9 a 10 puntos).

El número de grupos sociales usado en los cálculos de desigualdad, o el censo fiscal origen de los cuadros sociales, no afecta el Gini de ninguna forma significativa. Este hallazgo es reconfortante, especialmente en lo que respecta a las tres clases de Nueva España porque muestra que nuestras estimaciones de desigualdad han sido impulsadas por fundamentos, y no por la forma en la que los observadores preindustriales construyeron los cuadros sociales.

La *densidad poblacional* está negativamente asociada con la desigualdad, aunque su significancia se debilita cuando las dos observaciones de Java –la parte más densa del mundo preindustrial– se eliminan. Podría haberse esperado que la introducción de una variable ficticia para un Asia con mayor densidad poblacional disipara el efecto de densidad. Este no es el caso, tal y como se muestra en la segunda columna del cuadro 2. El impacto negativo de la densidad poblacional sobre la desigualdad parece ser contrario a la intuición. Después de todo, la teoría convencional –que utilizaremos más adelante– podría predecir que más presión demográfica sobre la tierra debería aumentar los rendimientos de la tierra y los alquileres, disminuir el producto marginal del trabajo y los salarios, lo que produce *más* desigualdad, no menos. Además de esto, este efecto debería haber sido más potente en las sociedades preindustriales, donde la tierra y trabajo condujeron a la desigualdad, como en las sociedades modernas, no el capital humano y la riqueza financiera. Parece probable que este efecto convencional esté siendo compensado en los datos de la economía antigua por dos fuerzas. Primero, las sociedades agrarias densamente pobladas tenían ingresos per cápita más bajos, lo que habría ido en contra de la fuerza convencional (puesto que la desigualdad aumenta con el ingreso per cápita). Segundo, las sociedades agrarias más densamente pobladas deben haber tenido precios de alimentos relativamente más altos que las sociedades poco

pobladas, de manera que la subsistencia nominal tuvo que ser mucho más alta para comprar los alimentos más caros, reduciendo la desigualdad medida y el coeficiente de extracción.⁶ Es probable que esta fuerza debiera haber sido la más poderosa durante los dos milenios antes de la mitad del siglo XIX dado que no existía un mercado internacional para granos y por lo tanto las condiciones locales dictaron el precio relativo de los alimentos (Latham y Neal, 1983; Clingingsmith y Williamson, 2008; Studer, 2008). Esta segunda compensación tiene importantes implicaciones para comparar la desigualdad entre la mano de obra escasa y los recursos abundantes del continente americano en relación con la mano de obra abundante y los pocos recursos de Europa, y entre las tierras altas densamente pobladas de México y los Andes en relación con el cono sur de abundantes recursos. No obstante es menos claro que *con el tiempo* tuviera el mismo efecto dentro de los países, puesto que los resultados del cuadro 2 se basan casi en su totalidad en cortes transversales y no en series de tiempo. Finalmente, en la medida en que el tamaño y densidad de población estén correlacionados, existe una posible tercera compensación. Al analizar datos modernos, Filipe Campante y Quoc-Anh Do (2007) explican la correlación negativa mediante el tamaño de la subclase revolucionaria potencial concentrada alrededor del capital presentando así una amenaza para la élite.

La estilizada imagen que emerge es esta: la desigualdad sigue contornos que son consistentes con la hipótesis de la curva de Kuznets, un aumento secular preindustrial hasta un pico, seguido por una caída durante el crecimiento económico moderno. De ello se deduce que la mayor parte del tercer mundo preindustrial probablemente alcanzó niveles muy altos de desigualdad a inicios del siglo XIX antes de

⁶ Rara vez los estudios modernos de desigualdad evalúan el impacto de tendencias del costo de vida de clases específicas sobre las tendencias *reales* de desigualdad. Sabemos que esto fue muy importante en la Europa moderna inicial (Hoffman *et al.* 2002), y necesitamos saber si en algún momento fue o no importante también en América Latina desde 1491. Cuando América Latina experimentó su auge de exportación de productos básicos durante la *belle époque*, ¿el aumento de los precios de exportación de los alimentos en el cono sur sirvió para aumentar la desigualdad *real* aún más que la desigualdad *nominal*? ¿Tuvo el efecto opuesto en México, que importó maíz barato de Estados Unidos? ¿Y qué pasó con los exportadores de alimentos de América Latina del siglo XX cuando sus términos de comercio colapsaron entre 1915-1940?

lo que se llamó el primer auge del comercio mundial. No obstante, el coeficiente de extracción tiende a caer a medida que el ingreso aumenta, incluso durante los tiempos preindustriales. Por supuesto, que este hecho pudo invitar a los colonos europeos a saquear allí donde el posible excedente era grande pero donde la élite local había disminuido su coeficiente de extracción. Más adelante volveremos a este punto.

IV. ¿Ha sido siempre América Latina más desigual?

¿Ha sido siempre América Latina más desigual que otras partes del mundo, según da a entender el reciente trabajo de Stanley Engerman y Kenneth Sokoloff (1997, Engerman, Haber y Sokoloff 2000)? Engerman y Sokoloff ofrecieron una hipótesis para explicar el bajo resultado en el crecimiento de América Latina durante los dos siglos después de su independencia. La tesis inicia con la afirmación plausible de que los altos niveles de desigualdad de los ingresos, y por lo tanto del poder político, favorecen a los propietarios y captadores de rentas; y por consiguiente, el desarrollo de instituciones que son compatibles con la captación de rentas pero incompatibles con el crecimiento económico. Más adelante su tesis expone que los altos niveles de desigualdad de América Latina tienen sus raíces en la dotación de sus recursos naturales presentes cuando Iberia conquistó y colonizó la región cinco siglos atrás. La explotación de la población nativa y la importación de esclavos africanos, así como su consecuente privación de derechos civiles, reforzó el desarrollo de instituciones incompatibles con el crecimiento. Engerman y Sokoloff no tuvieron dificultad para reunir evidencia que confirmó la alta desigualdad, la privación de derechos y la carencia del sufragio en América Latina en comparación con Estados Unidos. Pero, ¿qué pasa con las comparaciones con el resto del mundo, y más atrás?⁷ De una manera extraña,

⁷ John Coatsworth argumenta que la tesis de Engerman-Sokoloff no se mantiene bien cuando se realiza un escrutinio: “la poca evidencia cuantitativa que existe no sugiere que la propiedad de la tierra, u otros activos de interés, estaba más concentrada en América Latina que en Estados Unidos” (Coatsworth 2008). Sin embargo, el estudio de Coatsworth sobre la distribución de la tierra y las riquezas (Coatsworth 2008: cuadro 2) revela que las primeras obser-

el equipo de Engerman-Sokoloff o sus críticos tampoco han confrontado la tesis con evidencia de desigualdad para los líderes económicos en el noroeste de Europa en comparación con las etapas preindustriales, esta es la comparación que importa, no con Estados Unidos industrial.

El cuadro 3 presenta la información de desigualdad para Europa occidental preindustrial (es decir, antes de 1810) y para América Latina preindustrial (antes de 1880). Para la primera, tenemos observaciones de Francia 1788, Holanda 1561 y 1732, e Inglaterra-Gales 1688, 1759 y 1801. Para la última, tenemos Nueva España 1790 y México 1844 tomados como un promedio, Chile 1861, Brasil 1872 y Perú 1876. Engerman y Sokoloff acuñaron sus hipótesis en términos de desigualdad real (es decir, observada). De acuerdo con ese criterio, sus tesis deben ser rechazada con firmeza. Es decir, el promedio (ponderado por la población) del coeficiente de Gini latinoamericano (47.5) era considerablemente *más bajo* que el de Europa occidental (52.9), no mayor.⁸ Además, las implicaciones de desigualdad comparativa que emergen para estos cuadros sociales fueron recientemente confirmadas por Rafael Dobado y Hector Gracia mediante el uso de una variable sustituta de desigualdad –el PIB real per cápita de Maddison relativo al salario de granos por trabajo no calificado: de acuerdo con estos datos, en México, Bolivia y Colombia 1820, todos tenían menos desigualdad que los Países Bajos, Reino Unido y Francia, o aun Portugal y España (Dobado y García, 2009: gráfica 18).

No es cierto que América Latina preindustrial fuera más desigual que el noroeste de Europa preindustrial.⁹ Por lo tanto, si la desigualdad motivó la captación de rentas y desestimuló el crecimiento en América Latina, ¿esto lo hizo aun más en el noroeste de Europa donde

vaciones de América Latina son para la provincia de Buenos Aires en 1820 y 1838, y para Río de Janeiro en 1830. Él no puede informar cualesquiera observaciones coloniales. Ver también Johnson y Frank (2006) y Gelman y Santilli (2006).

⁸ Si la desigualdad preindustrial mexicana se describe mejor por la observación de 1844 en el cuadro 3, entonces esta conclusión se puede hacer aún más fuerte.

⁹ Ver también los resúmenes sobre este punto en Bértola *et al.* (2009) y Bértola (2009). Se debería añadir que ¿Asia no siempre ha sido menos desigual? Asia antigua no era significativamente menos desigual cuando controlamos por factores. De hecho, la densidad poblacional es suficiente para identificar por qué Asia antigua tenía niveles más bajos de desigualdad que el resto del mundo preindustrial.

Cuadro 3

DESIGUALDAD EN AMÉRICA LATINA PREINDUSTRIAL Y EUROPA OCCIDENTAL COMPARADA

<i>País</i>	<i>Año</i>	<i>Fuente de la información del ingreso</i>	<i>Población</i>	<i>Coficiente de urbanización (%)</i>	<i>Coficiente Agricultor para Ingreso Medio</i>	<i>Gini real</i>	<i>Gini Maximo Factible</i>	<i>Coficiente de Extracción</i>
Brasil	1872	Censo ocupacional	10,167	16.2	0.67	43.3	58.3	0.743
Chile	1861	Censo ocupacional	1,702	29	0.28	63.7	76.8	0.829
Nueva España	1790	Cuadros sociales	4,500	9.1	0.24	63.5	60.5	1.052
Perú	1856	Cuadros sociales	2,469	15		35.5	54.0	0.657
América Latina			18,838					
		Promedio no ponderado		17.3	0.40	51.5	62.4	0.825
		Promedio ponderado		15.5	0.51	48.9	59.9	0.816
Inglaterra	1688	Cuadros sociales	5,700	13	0.21	45.0	78.8	0.571
Inglaterra	1759	Cuadros sociales	6,463	16	0.37	45.9	82.9	0.554
Inglaterra	1801	Cuadros sociales	9,053	30	0.34	51.5	85.0	0.606
Francia	1788	Cuadros sociales	27,970	12	0.27	55.9	73.5	0.761
Holanda	1561	Alquiler de viviendas de censo fiscal	983	45		56.0	73.4	0.766
Holanda	1732	Alquiler de viviendas de censo fiscal	2,023	39		61.1	85.2	0.717
Europa del Este			52,192					
		Promedio no ponderado		25.8	0.30	52.6	79.8	0.659
		Promedio ponderado		17.4	0.29	52.9	77.7	0.681

FUENTE: Milanovic, Lindert y Williamson (2008).

empezó primero la revolución industrial! Dado que sabemos que la alta desigualdad fue consistente con las revoluciones industriales que ocurrieron en Europa occidental, el porqué sería inconsistente en América Latina un poco después no está claro. Sin embargo, América Latina era más pobre que el noroeste de Europa, y las sociedades más pobres tienen un excedente más bajo que la élite pueda extraer. De este modo, la *máxima desigualdad posible* fue considerablemente más baja y los *coeficientes de extracción* fueron considerablemente mayores en América Latina que en Europa del noroeste (cuadro 3). Aunque la desigualdad medida no apoya la tesis de Engerman-Sokoloff, el coeficiente de extracción sí lo hace.¹⁰ El equipo de Engerman-Sokoloff, sus seguidores, y sus críticos, necesitan decidir cuál de estos indicadores de desigualdad importa para sus hipótesis y por qué. En la medida en que el poder político determina el coeficiente de extracción, entonces Daron Acemoglu y James Robinson pueden estar en lo correcto al enfatizar la desigualdad política en lugar de sólo la desigualdad económica (Acemoglu *et al.* 2008; Acemoglu y Robinson 2006).

V. Amplio alcance: reconstrucción de las tendencias de desigualdad latinoamericana desde 1491

1) *Condiciones iniciales: ¿cómo era la desigualdad latinoamericana en 1491?*

El cuadro 4 y la gráfica III utilizan la ecuación (1) de la regresión de Gini presentada en el cuadro 2 y estimaciones de las variables dependientes, incluidas también en el cuadro 4 para predecir los coeficientes de Gini de América Latina en 1491, antes de la llegada de los ibéricos, poco después de la conquista (en 1492), 1600, 1700, 1790, 1820 y 1870. El cuadro 4 también predice coeficientes de Gini para México en 1820 y 1870. Además, en el cuadro se incluyen predicciones para los cinco casos latinoamericanos donde también tenemos estimaciones de desigualdad observadas: es decir, Nueva España 1790, México 1844, Brasil 1872,

¹⁰ En este sentido, Coatsworth pudo haber hecho conclusiones muy rápido, con base en medidas de desigualdad, que “si las instituciones de la colonia limitaron el desarrollo económico, ellos no lo hicieron así hasta después de la época colonial” (Coatsworth 2008: 11).

Chile 1861 y Perú 1876. Aunque la correlación entre la desigualdad real –medida– y la desigualdad pronosticada para esos cinco casos es difícilmente perfecta, es positiva y fuertemente significativa ($R^2=0.68$), un resultado reconfortante.

El cuadro 4 supone que el coeficiente de Gini en América Latina antes de la llegada de los ibéricos era de 22.5, lo que la hubiera hecho la sociedad con la desigualdad más baja del mundo preindustrial (o al menos en nuestra muestra: cuadro 1). En 1880, China tuvo un Gini de 24.5, un valor muy cercano al de América Latina antes de la conquista. Java, colonia holandesa, tenía un Gini en 1880 de 39.7, un número que habría sido de 27.1 sin los colonos holandeses (de acuerdo con la regresión de BMW, $39.7-12.6 = 27.1$). Por lo tanto, el cuadro 4 implica que América Latina antes de la conquista tenía niveles modestos de desigualdad muy parecidos a todas las otras sociedades preindustriales pobres de nuestra muestra que habían escapado de ser colonizadas.

2) *Extracción del excedente: ¿cuál fue el impacto colonial después de 1492?*

Dado lo que sabemos sobre las economías preindustriales antiguas de todo el mundo, y asumiendo que los colonos ibéricos no fueron mejores o peores al extraer el excedente de lo que fueron los otros colonizadores en la muestra de desigualdad antigua (Inglaterra, Holanda y los turcos otomanos), la respuesta a esta pregunta es muy sencilla. Las colonias tenían coeficientes de Gini más altos en alrededor de 12 y 13 puntos porcentuales (cuadro 2), por lo que el coeficiente de Gini de los latinoamericanos debió ir de 22.5 en 1491 a algo como 35 en las décadas posteriores a 1492. Quizás fue, de hecho, un poco menor o un poco mayor, pero es claro que la desigualdad aumentó significativamente durante las primeras décadas después de la conquista por iberos, un aumento de más o menos la mitad. No sólo la élite ibera reemplazó a la élite indígena, sino que, si hubieran cualesquiera otros como los ingleses, holandeses o los turcos, los ibéricos debieron de haber sido capaces (o con intención) de aumentar el coeficiente de extracción muy a su favor.

3) *¿Disminuye la desigualdad? El impacto probable del desastre demográfico del siglo XVI*

Como bien se sabe, la enfermedad europea

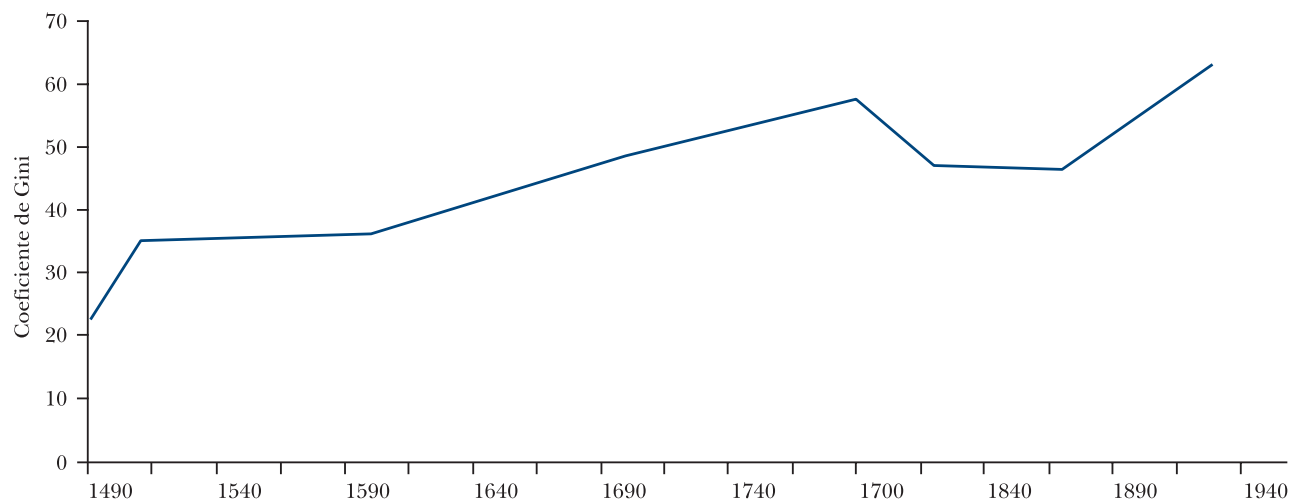
Cuadro 4

DATOS USADOS PARA LAS PREDICIONES DEL GINI Y LOS GINIS

	PIB per cápita (USD de 1990)	Coeficiente de urbanización (%)	Variable simulada de colonia	Densidad (persona/km ²)	Gini Coeficientes	
					Real	Pronosticados
América Latina						
1491	416	11.0	0	1.60		22.5
1492	416	11.0	1	1.60		35.1
1600	438	9.0	1	0.78		36.2
1700	530	12.5	1	1.10		48.5
1790	650	14.2	1	1.14		57.6
1820	691	13.9	0	1.97		47.0
1870	676	15.0	0	3.68		46.4
México						
1790	710	9.1	1	4.96	63.5	57.7
1820	759	8.9	0	5.38		47.8
1844	718	9.2	0	6.41	51	46.1
1870	674	9.6	0	7.41		44.0
Brasil						
1872	721	16.2	0	1.20	43.3	48.9
Chile						
1861	1,083	29.0	0	2.23	63.7	72.3
Perú						
1876	653	15.0	0	1.92	42.2	45.4

FUENTES y NOTAS: PIB per cápita: Maddison (2008), excepto Perú 1876 de Milanovic, Lindert y Williamson (2008: cuadro 1). Para América Latina, México y Brasil, 1790 está intercalado linealmente entre 1700 y 1820. Para Chile 1790, se asume la tasa de crecimiento mexicano 1790–1820. Población: Maddison (2008). Faltan los años intercalados linealmente. Urbanización: Bairoch (pp. 388–9, 423) y Sánchez-Albornoz (1974: pp. 30–32, 77). América Latina 1820 intercalada. México 1820 y 1870 derivado por caída de porcentaje 1790–1820 y aumento 1820–1870 igual que para América Latina. Superficie del terreno: Milanovic, Lindert y Williamson (2008: cuadro 1). Duménil para colonia: mientras que Chile ganó su independencia en 1818, los otros que lo hicieron poco después de 1820: Brasil en 1822, México en 1821, Perú en 1821, y unos cuantos incluso más tarde. Sin embargo, la variable simulada de colonia todavía es igual a 0 en 1820 para América Latina y para las cuatro regiones del cuadro. Gini real: cuadros 1 y 3. Gini pronosticado: Los datos anteriores insertados a la regresión estimada, col. 1, cuadro 2.

GRÁFICA III. TENDENCIAS POSIBLES DE DESIGUALDAD EN AMÉRICA LATINA, 1491-1929



causó un inmenso daño demográfico a la población indígena durante el siglo posterior al primer viaje de Cristóbal Colón, debido al aumento en las tasas de mortalidad. Massimo Livi-Bacci cree que se redujo en más de 90% a principios del siglo XVII (Livi Bacci 2006). Otros estudiosos, como Angus Maddison, creen que la disminución fue menor, y el cuadro 4 usa la información de Maddison para tomar el límite más bajo. El comercio de esclavos del Atlántico trató de sustituir esclavos africanos por la diezmada población, pero su adición fue bastante más pequeña que la subtracción a la población indígena causada por la enfermedad europea. Además, los esclavos africanos sólo llegaron en cantidad significativa hasta después de un largo rezago. Más aún, pocos fueron transportados a las ya densamente pobladas tierras altas donde las pérdidas de población indígena fueron las más grandes, la mayoría fueron llevados a los trópicos ricos en azúcar donde las pérdidas fueron menores. El colapso demográfico destruyó las estructuras políticas e institucionales indígenas, facilitó la asimilación religiosa y cultural, y ayudó a levantar el ingreso per cápita de los indígenas sobrevivientes que se reinstalaron en las mejores tierras.¹¹

Es útil elaborar el último punto: el desastre demográfico en América Latina debió haber contribuido a mayores (pero desconocidos) PIB per cápita y productividad del trabajo promedio, mayor productividad marginal del trabajo y menor productividad marginal de la tierra, lo que sugeriría que la relación salario a renta (w/r) aumentó y que la desigualdad disminuyó. El análisis económico puede ser realizado un poco más preciso. Se puede asumir que sólo la tierra (R) y el trabajo (L) eran importantes en los inicios de la economía colonial, y que la tecnología (A) no cambió en el siglo XVI. Si nosotros también asumimos rendimientos constantes a escala, entonces:

$$Y = AR^\alpha L^\beta, \alpha + \beta = 1,$$

$$Y/L = A(R/L)^\alpha = y = \text{PIB per cápita.}$$

¹¹ Bates, Coatsworth y Williamson (2007). Puede observarse el paralelismo demográfico con el argumento de Alwyn Young que el VIH/SIDA de hoy aumenta el ingreso de los africanos que sobreviven a la enfermedad (Young, 2005), o el argumento de Joel Mokyr de que la hambruna irlandesa a finales de 1840 aumentó el ingreso per cápita de los sobrevivientes (Mokyr 1983).

El producto marginal del trabajo y la tierra son, respectivamente:

$$dY/dL = \beta(Y/L) = w, \quad dY/dR = \alpha(Y/R) = r,$$

entonces la relación de salario a renta es:

$$w/r = (\beta/\alpha)(R/L)$$

Por lo tanto, la relación de salario a renta aumenta con la relación de tierra a trabajo, y la elasticidad que relaciona a ambos (con estos supuestos) es siempre uno.

La elasticidad del PIB per cápita para la relación tierra a trabajo es α . El cuadro 4 muestra que la densidad poblacional se redujo 51% entre 1500 y 1600 (de 1.60 a 0.78 personas por kilómetro cuadrado), lo que implica que la relación tierra a trabajo aumentó cerca de 103% (de 0.63 a 1.28 kilómetros cuadrados por persona). Si $\alpha = 0.5$, entonces el PIB per cápita debería haber aumentado alrededor de 52% durante el siglo. John Coatsworth (2008) está de acuerdo: “En tanto la enfermedad europea y el abuso diezmaron las poblaciones indígenas... el producto per cápita aumentó... Se dieron ganancias adicionales en la productividad cuando quienes sobrevivieron encontraron trabajo, se reestablecieron o fueron ‘congregados’ en las tierras más productivas”. Y lo que aumentó, entonces disminuyó. En la medida que la población indígena se fue recuperando de manera lenta entre los años 1600 y 1700, la relación tierra a trabajo cayó cerca de 29%, lo que implicaría que el PIB per cápita debió haber disminuido alrededor de 15%, al menos en el interior de América Latina. Con base en la evidencia mexicana, Coatsworth (2008) cree que la caída fue aun mayor: “La producción mexicana se estancó la mayor parte del siglo diecisiete, de tal forma que en términos per cápita disminuyó casi a la mitad en tanto la población se recuperó... El resurgimiento de la población indígena... puso fin al aumento de la productividad en la agricultura”. Por supuesto, las cosas fueron diferentes en las islas de plantación de azúcar del Caribe, pero estas estimaciones en bruto generadas por las tendencias en la relación tierra a trabajo se usan en el cuadro 4 para interpolar el PIB per cápita entre las observaciones de Maddison para 1500 y 1790.

De acuerdo con el análisis económico simple anterior, el aumento porcentual de la relación salario a renta en el siglo XVI hubiera sido el

mismo que el de la caída porcentual en la relación trabajo a tierra.¹² Si la población se redujo 90% de lo estimado por Livi-Bacci (de un índice de 100 a 10), entonces la relación tierra a trabajo aumentó por un factor de diez (de un índice de 10 a 100),¹³ lo cual implica que la relación salario a renta aumentó también en un factor de 10. Como se mencionó anteriormente, y con base en la estimación de la población de Maddison, el cuadro 4 sugiere que la relación tierra a trabajo aumentó más de 100%. Se había asumido una competencia perfecta en estos cálculos, la cual, por supuesto, es completamente inconsistente con nuestro conocimiento sobre que los colonos ibéricos introdujeron mecanismos coercitivos y represivos de manera que la escasez del trabajo no fue completamente recompensada. En términos más formales, los ibéricos utilizaron la esclavitud, haciendas y otras instituciones para impulsar el salario por debajo del producto marginal del trabajo (Coatsworth 2008; Bértola *et al.* 2009). Por lo tanto, el aumento inducido demográficamente en la relación salario a renta debió haber sido considerablemente menor a 100%. Pero, aún si sólo fue de 25% o 50%, esto implica una marcada presión a la baja de la desigualdad en el siglo XVI.

Además, es probable que la concentración de la tierra también disminuyera cuando el trabajo comenzó a escasear, entonces existen otras razones para creer que las tendencias demográficas exógenas tienden a poner una fuerte presión a la baja sobre la desigualdad durante el siglo XVI. Por otra parte, la productividad mejorada de la extracción de minerales en las minas, así como cualquier mejora general

de la productividad en la economía en términos amplios (por ejemplo, un aumento en A) pudo haber presionado la desigualdad en la dirección opuesta, hacia arriba. ¿Cuál fue el efecto neto? El cuadro 4 predice que después del efecto inicial de la colonización, hubo un pequeño cambio adicional en la desigualdad latinoamericana hasta el 1600.

4) Aumento en la desigualdad: ¿cómo era la desigualdad en América Latina en 1790?

Durante los dos siglos entre 1600 y 1790, una serie de fundamentos que funcionaban en América Latina pudieron haber servido para aumentar la desigualdad y los coeficientes de extracción. Lo primero y más importante, las poblaciones recuperaron parcialmente las pérdidas del siglo XVI. La interpolación de 1790 según las estimaciones de Maddison (2008) para 1700 y 1820, genera un aumento en la población de 8.6 millones en 1600 a 12.45 millones en 1790. Por lo tanto, la densidad poblacional aumentó de 0.78 a 1.14, y las relaciones tierra a trabajo disminuyeron aproximadamente 31%. Segundo, el PIB per cápita aumentó de 438 a 650, o casi en 50%, y la urbanización aumentó de 9% al 14.2%, o en más de la mitad. Estas fuerzas implican que el coeficiente de Gini pudo haber aumentado de 36.2 a 57.6, lo cual, de acuerdo a las predicciones del cuadro 4, implican que durante los tres siglos entre 1491 y 1870, la desigualdad en América Latina alcanzó su nivel máximo en las últimas décadas coloniales justo antes de la independencia.

5) Revolución, independencia y décadas perdidas

Dado que la revolución, la independencia y las *décadas perdidas* que continuaron hasta casi 1870 (Bates, Coatsworth y Williamson, 2007) fueron tiempos muy complicados y dado que debieron existir muchas fuerzas con influencia sobre la desigualdad, la regresión de la desigualdad antigua predice que el Gini probablemente disminuyó de 57.6 en 1790 a 46.4 en 1870. La mayor fuerza que contribuyó a la caída fue, por supuesto, la independencia y la descolonización dado que en las cinco *décadas perdidas*, entre los años veinte del siglo XIX y 1870 se produjo un pequeño crecimiento del PIB per cápita¹⁴ o urbanización. México repite

¹² El análisis económicos es muy simple, y la complejidad podría disminuir el tamaño de los efectos del desastre demográfico estimados aquí, pero no la dirección. Por ejemplo, si la oferta de la tierra fue muy elástica (como probablemente fue en el continente americano) entonces el impacto sobre la relación tierra a trabajo hubiera disminuido. Otro ejemplo, en tanto se supone que la constante tecnología en el siglo XVI es analíticamente conveniente, la transferencia tecnológica desde Europa y el desarrollo de la minería debe tener un aumento A en la producción formal y en la expresión del producto por trabajador en el texto. Este punto se amplía posteriormente.

¹³ Las tierras cultivables en América Latina era 10.966 millones de km² entre 1500 y 1800. La población antes de la conquista de 50 millones de Livi-Bacci sugiere una densidad poblacional de 4.56. Su estimado de 3 a 4 (dice 3.5) millones por c1700 implica una densidad de 0.31, una caída espectacular de la densidad poblacional durante el siglo XVI.

¹⁴ El debate sobre los datos de Angus Maddison es intenso,

las tendencias (predichas) de América Latina, su Gini cae de 57.7 a 44 entre 1790 y 1870, y, una vez más, por el momento, la mayor caída entre los años 1790 y 1820, de 57.7 a 47.8. La investigación en proceso de Amilcar Challu también sugiere una caída significativa de la desigualdad mexicana: él estima un cuadro social para Querétaro 1844, que produjo un Gini de 51.3,¹⁵ lo cual sugiere que gran parte de la caída entre 1790 y 1870 tuvo lugar por los años cuarenta del siglo XIX.

El reciente trabajo de archivo de Leticia Arroyo Abad (2008: gráfica 1) confirma esta predicción de la disminución de desigualdad después de la independencia. Ella utiliza información de las tasas de salario y rentas de la tierra para deducir las tendencias de desigualdad. Cuando se promedian sus relaciones renta a salario para Argentina, México, y Venezuela son ponderadas por las poblaciones de 1850, la relación renta a salario que resulta de América Latina disminuye 11% entre 1820-1850, y sólo para México la caída es de 12%. Además, las tendencias de la relación renta a salario mexicana de Arroyo Abad y los coeficientes Gini mexicanos que provienen de los cuadros sociales en el cuadro 4 están reproducidas estrechamente por las series renta a salario de Amilcar Challu para México central 1780-1869 presentadas en el cuadro 5. El índice de desigualdad de Challu aumenta 38% durante la década de los ochenta del siglo XVIII y la primera década del siglo siguiente; disminuye 29% de los primeros años del siglo XIX a los años veinte del mismo siglo, y luego continúa disminuyendo con lentitud durante las *décadas perdidas* y hasta los años sesenta del siglo XIX. Para resumir, el índice de Arroyo Abad cae 4% por década entre 1820 y 1850, el índice de Challu cae 5.2% por década entre 1820 y 1869, y nuestro índice Gini presentado en el cuadro 4 cae casi 2% por década entre 1820 y 1870.

pero algunos adoptan su opinión más positiva del crecimiento latinoamericano de 1820-1870. Ver, por ejemplo, Leandro Prados de la Escosura (2007-2009). Sin embargo, aún la visión más optimista del periodo posterior a la independencia de Prados es consistente con un desempeño de crecimiento muy pobre (Prados 2007: cuadro 1.4): entre 1820 y 1850, las repúblicas más grandes, Brasil y México crecieron 0 y 0.1% por año respectivamente; en la década del cincuenta del siglo XIX, las cifras fueron -0.1 y -1.3. En efecto, décadas perdidas.

¹⁵ En correspondencia personal, Challu describió Querétaro como muy representativo, pero es, por supuesto, solamente un estado.

Cuadro 5

UNA APROXIMACIÓN DE DESIGUALDAD PARA MÉXICO CENTRAL: RENTAS DE TIERRA DE HACIENDA POR HECTÁREA RELATIVAS A REMUNERACIÓN DE MANO DE OBRA NO ESPECIALIZADA DE LA CIUDAD, 1780-1869

<i>Década</i>	<i>Renta de la tierra/remuneración a mano de obra no especializada (1800-1809 = 100)</i>
1780-1789	62.0
1790-1799	72.5
1800-1809	100.0
1810-1819	80.5
1820-1829	71.0
1830-1839	77.3
1840-1849	78.6
1850-1859	60.8
1860-1869	52.6

FUENTES: Las rentas de tierra se construyeron a partir de datos tomados de correspondencia personal de Amilcar Challu, quien recabó datos de haciendas de México Central a partir de fuentes secundarias.

6) Creación de desigualdad moderna durante el auge de globalización de la Belle Époque

“[Ya que] el crecimiento económico impulsado por las exportaciones despegó en América Latina a finales del siglo XIX, la desigualdad *económica* aumentó... Los rendimientos a [la tierra] el capital escaso y las habilidades aumentaron precipitadamente. El campesino y las tierras públicas... pasaron a manos de terratenientes, políticos, compañías de tierras y plantaciones... Las condiciones que Engerman-Sokoloff y Acemoglu, Johnson y Robinson vieron como obstáculos para el crecimiento económico fueron, de hecho, las condiciones que lo hicieron posible” (Coatsworth 2008).

El análisis económicos subyacente a la declaración anterior de Coatsworth es, por supuesto, bastante directa. América Latina enfrentó un aumento en los términos de intercambio a finales del siglo XIX. Como era un exportador de productos primarios, las rentas de la tierra y de los minerales aumentaron con relación a los salarios. Esto sucedió por todas partes en la periferia pobre (Williamson 2002, 2008), pero esto fue en especial dramático en América Latina, en parte porque la región tenía la capacidad de expandir sus sectores de exportación muy eficientemente, y por ende tener participaciones muy grandes del PIB (Williamson, 2009: cuadro 4.1). Debido a que los recursos minerales y la tierra fueron retenidos por

quienes estaban arriba, la desigualdad también aumentó. No hace mucho, la única información que teníamos para juzgar la magnitud de estas tendencias de desigualdad eran aproximaciones, como la relación renta de la tierra a salario del trabajo no calificado, o la relación PIB por trabajador a salario del trabajo no calificado (Williamson, 1999, 2002). Por lo tanto, cuando las relaciones renta a salario para Argentina, México, Uruguay y Venezuela (Arroyo Abad 2008: gráfica I) se ponderaban por poblaciones de 1890, el promedio de América Latina aumenta 7.9% por década entre 1850 y 1870 y 6.3% por década entre 1870 y 1900, para un aumento total de 37% después de 1850. Esta aproximación de renta a salario implica por ende un gran aumento de la desigualdad durante la segunda mitad del siglo. También tenemos evidencia de desigualdad más completa para la *belle époque* en el cono sur resumida en el cuadro 6. Esto proviene de dos fuentes: primero, coeficientes de Gini calculados a partir de nueva evidencia recolectada por Luis Bértola y sus colaboradores (2009: cuadro 4), y segundo, lo que Leandro Prados de la Escosura (2007: cuadro 12.1) llama como pseudo-coeficientes de Gini proyectados en retrospectiva. Ambos dicen lo mismo: la desigualdad aumentó entre 11% y 37% durante la *belle époque*. Ciertamente, y como el cuadro aclara, el promedio ponderado de América Latina indicado en el cuadro 6 se refiere solamente a cuatro repúblicas en el cono sur: Argentina, Brasil, Chile y Uruguay. Por lo tanto, el promedio deja fuera las repúblicas andina y mexicana densamente pobladas. Sin embargo, Prados de la Escosura también muestra que una aproximación de desigualdad

mexicana –la relación ingreso por trabajador a remuneración de trabajo no calificado– aumentó cerca de 2.8 veces entre principios de los años ochenta del siglo XIX y 1920 (Prados de la Escosura, 2007), lo cual sugiere que durante las cuatro décadas prerrevolucionarias del Porfiriato, México siguió al cono sur y registró un aumento abrupto en desigualdad. Brasil registró un aumento menos espectacular entre principios de los años ochenta (siglo XIX) y mediados de la década del veinte (siglo XX), aunque la relación ingreso per cápita a salario del trabajo no calificado aumentó cerca de 45% (Prados de la Escosura 2007). Además, la aproximación de desigualdad de renta a salario de Arroyo Abad para México confirma los datos de Prados dado que el aumento de 1870 a 1900 fue de 27% durante las tres décadas. Por lo tanto, si se asume que la desigualdad mexicana aumentó más como los pseudo-coeficientes de Gini de Prado que como los coeficientes de Gini de Bértola para el cono sur, resulta que la desigualdad latinoamericana quizás aumentó el alrededor de 30% en la *belle époque*. Si se aplica ese aumento al coeficiente de Gini latinoamericano de 1870 incluido en el cuadro 4 podría implicar que aumentó de 46.4 a 60.3, lo que provocaría que el coeficiente de Gini en los años veinte (siglo XX) fuese el más alto de América Latina registrado desde la preconquista, incluso más alto que el de la cima colonial de 1790 (57.6), y *mucho, mucho* más alto que en 1600 (36.2). Cualquier analista moderno que crea que la alta desigualdad ha sido un atributo de América Latina desde la conquista española debería tomar nota.

Cuadro 6

TENDENCIAS DE DESIGUALDAD DEL CONO SUR 1870-AÑOS VEINTE (S XX)

	Argentina		Brasil		Chile		Uruguay		América Latina	
	Gini	P-Gini	Gini	P-Gini	Gini	P-Gini	Gini	P-Gini	Gini	P-Gini
1870	52.2	39.1	53.4	32.9	59.4	41.3	48.1	29.6	53.7	34.8
Años veinte (siglo XX)	57.4	49.3	59.7	47.2	64.1	49.2	56.2	36.6	59.6	47.5
% de variación	10.0	26.1	11.8	43.5	7.9	19.1	16.8	23.6	11.0	36.5

FUENTES: Ginis para 1870 y 1920 de Bértola *et al.* (2009: cuadro 4). pseudo-Ginis para 1870 y 1929, de Prados (2007: cuadro 12.1).

NOTAS: Los promedios ponderados de Gini de América Latina utilizaron población de 1900 como ponderaciones. El P-Gini es un pseudo-Gini derivado de proyección regresiva. Ver Prados de la Escosura (2007: cuadro 12.2).

VI. Hipótesis revisionista

La gráfica III muestra nuestras predicciones de desigualdad de 1491 a 1929. Aunque por cruda que parezca la evidencia, apunta a varias interpretaciones revisionistas de, o hipótesis acerca de, 500 años de desigualdad latinoamericana.

- Primero, no es cierto que América Latina haya sido siempre desigual. No se puede hacer suficiente énfasis en que esto es una afirmación *comparativa*. Sólo comparándola con otros tiempos y lugares es que las afirmaciones acerca de la desigualdad latinoamericana podrían proponer algún sentido útil. En tanto las comparaciones con Estados Unidos son comunes en la literatura reciente, las comparaciones con los líderes (coloniales) europeos o con otras partes de la periferia pobre rara vez se realizan, si es que se hacen. Cuando *se* realizan tales comparaciones (cuadro 3 y Milanovic, Lindert y Williamson, 2008), se nota que la desigualdad del ingreso en América Latina preindustrial ha sido *más baja* que en el noroeste de Europa, no más alta. Como se mencionó anteriormente, no es cierto que América Latina preindustrial (antes de 1870) fuera más desigual que el noroeste de Europa preindustrial (antes de 1800). Por lo tanto, si, tal y como sugirieron Engerman y Sokoloff, se cree que la desigualdad fomentó la captación de rentas, suprimió los derechos de propiedad privada, retrasó el desarrollo de *buenas* instituciones, y por consiguiente, desestimuló el crecimiento en América Latina, iesto debió haber sido también así y más fuerte en el noroeste de Europa, donde la revolución industrial inició primero! Además, parece que América Latina antes de la conquista tuvo uno de los más bajos, si no *el* nivel más bajo de desigualdad en cualquier parte de la periferia pobre. También parece que la desigualdad latinoamericana permaneció como una de las más bajas del mundo hasta el inicio del siglo diecisiete. Difícilmente, se puede decir que las dotaciones iniciales y la colonización ibérica hicieron a América Latina más desigual que otros lugares.

- Segundo, América Latina fue más pobre que el noroeste de Europa, y las sociedades más pobres tienen menores excedentes que la élite pudiese extraer. Por lo tanto, aun y cuando la desigualdad fue menor, lo que este documento y Milanovic *et al.* (2008) llaman *coeficientes de*

extracción (qué tanto del excedente disponible fue realmente extraído por la élite) fueron considerablemente más altos en América Latina que en el noroeste de Europa. Si la desigualdad medida o los coeficientes de extracción son los mejores indicadores de instituciones a favor de la captación de rentas y anticrecimiento es un aspecto que hay que resolver dado que ellos proponen inferencias muy diferentes en lo que respecta a los bajos niveles de crecimiento de América Latina. Es de suponer, que la desigualdad *política* tuvo una influencia importante en el tamaño del coeficiente de extracción.

- Tercero, la desigualdad de América Latina durante los cinco siglos desde la preconquista hasta el presente ha mostrado una varianza muy grande: en efecto, América Latina mostró más varianza de desigualdad entre 1491 y 1929 (coeficientes de Gini que van de 22.5 a 60.3) de lo que se puede encontrar hoy en América Latina [coeficientes de Gini que van de 42 para Trinidad y Tabago a 60 para Bolivia (López y Perry, 2008: gráfica I, panel A)], o la que se puede encontrar hoy entre América Latina, Europa y Asia del Este [51, 34, 38, respectivamente (López y Perry, 2008)]. Mientras que la literatura histórica con certeza presenta fuertes opiniones acerca de explicaciones potenciales, necesitamos mucho más evidencia para documentarlo firmemente. Al reemplazar la élite indígena menos voraz por la élite europea más voraz, la conquista ibérica parece haber aumentado, inicialmente, la desigualdad en 50%. Todavía, en el siglo dieciséis se vio un aumento posterior pequeño de la desigualdad, probablemente porque el desastre demográfico contrarrestó todas las otras fuerzas que aumentaban la desigualdad. Parece como si los dos siglos hasta cerca 1790 vieron el mayor crecimiento de la desigualdad latinoamericana, alcanzando su cima colonial en ese año (Gini 57.6, cuadro 4). ¿Cuáles son las explicaciones del auge de la desigualdad colonial? ¿Fue simplemente impulsada por aumentos del PIB per cápita, y por tanto, del excedente disponible para que la élite extranjera? O, ¿la élite aprendió formas más eficientes de extraer un mayor porcentaje del mismo excedente? ¿O fueron ambos? En cualquier caso, más o menos la mitad de ese gran aumento hasta cerca 1790 se vio minado por tres décadas de guerra e independencia, seguido por cinco *décadas perdidas* de estancamiento económico posteriores a la

independencia. De manera que, para 1870 la desigualdad en América Latina (Gini 46.4: cuadro 4) no era muy distinta a la de las sociedades preindustriales, para las cuales podemos obtener datos (Gini 44.3: cuadro 1). Como se menciona anteriormente, mientras que la desigualdad fue alta en América Latina justo antes de su revolución industrial, no fue mayor que la de la sociedad preindustrial promedio, ni más alta que la de Europa en el período de industrialización.

- Cuarto, las fuerzas de la globalización durante la *belle époque* empujaron la desigualdad de América Latina hasta sus máximos históricas por los años veinte (siglo XX). Aunque ese auge de desigualdad durante la *belle époque* aún no se puede medir para toda América Latina, parece que la investigación continua lo hará en breve (por ejemplo, Bértola *et al.*, 2009). Otros exportadores de productos primarios experimentaron auges similares que incrementaron la desigualdad durante esa mitad del siglo (Williamson, 2002; 2006), pero resulta que América Latina tuvo uno de los mayores auges de desigualdad, y, aún más notorio, que la desigualdad alta alcanzada persistió (e incluso aumentó) durante el episodio *antiglobal* entre los años veinte y setenta (siglo XX) (Prados, 2007: cuadro 12.1). Este último presenta un contraste con el mundo industrializado, el cual sufrió una nivelación igualitario en la mitad del siglo XX (Williamson y Lindert, 1980, pp. 53-62; Goldin y Margo, 1992; Atkinson y Piketty, 2008).

La historia de desigualdad que hace a América Latina distinta, se extiende durante el siglo XX cuando Europa y descendientes angloparlantes experimentaron un descenso secular de la desigualdad correlacionado con el surgimiento del Estado de bienestar (Lindert 2004; Atkinson y Piketty 2008). América Latina no compartió ese descenso del siglo XX. ¿Por qué la historia de desigualdad latinoamericana del siglo XX ha sido tan singular mientras que de 1491 hasta los años veinte (siglo XX) fue tan ordinaria?

Referencias

Acemoglu, D., S. Johnson, y J. Robinson (2001), "The colonial origins of comparative

development", *American Economic Review*, vol. 91, n° 5, pp. 1369-1401.

Acemoglu, D., S. Johnson y J. Robinson (2002), "Reversal of Fortune: Geography and Development in the Making of the Modern World Income Distribution", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 4, noviembre, pp. 1231-94.

Acemoglu, D., y J. Robinson (2006), "De Facto Political Power and Institutional Persistence", *American Economic Review*, vol. 96, n° 2, pp. 325-30.

Arroyo Abad, L. (2008), *Inequality in Republican Latin America: Assessing the Effects of Factor Endowments and Trade*, University of California, Davis, noviembre (GPIH Working Paper, n° 12).

Atkinson, A., y T. Piketty (2008), *Top Incomes Over the Twentieth Century: A Contrast Between Continental European and English-Speaking Countries*, Oxford University Press, Oxford.

Bairoch, P. (1993), *Economics and World History: Myths and Paradoxes*, Harvester Wheatsheaf, New York.

Banerjee, A., y L. Iyer (2005), "History, Institutions and Economic Performance: the Legacy of Colonial Land Tenure Systems in India", *American Economic Review*, vol. 95, n° 4, pp. 1190-1213.

Barnett, G. E. (1936), *Two Tracts by Gregory King*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

Bates, R. H., J. H. Coatsworth y J. G. Williamson (2007), "Lost Decades: Postindependence Performance in Latin America and Africa", *Journal of Economic History*, vol. 67, diciembre, pp. 917-43.

Bértola, L. (2009), *Institutional Development and Long-Term Growth in Latin America*, texto mimeografiado, julio.

Bértola, L., C. Castelnovo, J. Rodríguez y H. Willebald (2009), *Between the Colonial Heritage and the First Globalization Boom: On Income Inequality in the Southern Cone*, documento presentado en el "15th World Economic History Congress", Utrecht, del 3 al 7 de agosto.

Bruhn, M., y F. A. Gallego (2009), *Good, Bad, and Ugly Colonial Activities: Do They Matter for Economic Development*, documento presentado en el "15th World Economic History Congress", Utrecht, del 3 al 7 de agosto.

Campante, F., y Q.-A. Do (2007), *Inequality, Redistribution, and Population*, KSG Faculty Research, Harvard University, octubre (Working Paper, n° 07-046).

- Chen, S., y M. Ravallion (2007), *Absolute Poverty Measures for the Developing World, 1981-2005*, World Bank Research Development Group, Washington, D. C.
- Clark, C. (1957), *The Conditions of Economic Progress*, tercera edición, Macmillan and Co., Londres.
- Clingingsmith, D., y J. G. Williamson (2008), "Deindustrialization in 18th and 19th century India: Mughal Decline, Climate Shocks and British Industrial Ascent", *Explorations in Economic History*, vol. 45, julio, pp. 209-34.
- Coatsworth, J. H. (2008), "Inequality, Institutions and Economic Growth in Latin America", *Journal of Latin American Studies*, vol. 40, agosto, pp. 545-69.
- Dobado, R., y H. García (2009), *Neither so low nor so short! Wages and Heights in Eighteenth and Early Nineteenth Centuries Colonial Latin America*, documento presentado en la conferencia "A Comparative Approach to Inequality and Development: Latin America and Europe", Madrid, 8 y 9 de mayo.
- Engerman, S., y K. Sokoloff (1997), "Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth Among New World Economies", en S. Haber (ed.), *How Latin America Fell Behind*, Palo Alto, Stanford, Cal. pp. 260-304.
- Engerman, S., S. Haber y K. Sokoloff (2000), "Institutions, Factor Endowments, and Paths of Development in the New World", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n^o 3, pp. 217-32.
- Goldin, C., y R. A. Margo (1992), "The Great Compression: The Wage Structure in the United States at Mid-Century", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, pp. 1-34.
- Gelman, J., y D. Santilli (2006), *Historia del Capitalismo agrario pampeano*, vol. 3, De Rivadavia a Rosas; Desigualdad y Crecimiento Económico, Universidad de Belgrano-Siglo XXI, Buenos Aires.
- Hoffman, P. T., D. Jacks, P. Levin y P. H. Lindert (2002) "Real Inequality in Western Europe since 1500", *Journal of Economic History*, vol. 62, n^o 2, junio, pp. 322-55.
- Johnson, L. L., y Z. Frank (2006), "Cities and Wealth in the South Atlantic: Buenos Aires and Rio de Janeiro before 1860", *Comparative Studies in Society and History*, vol. 48, n^o 3, pp. xx-xx.
- Latham, A. J. H., y L. Neal (1983), "The International Market in Rice and Wheat 1868-1914", *Economic History Review*, vol. 36, mayo, pp. 260-75.
- Lindert, P. H. (2004), *Growing Public: Social Spending and Economic Growth Since the Eighteenth Century*, vol. 1, Cambridge University Press, Cambridge.
- Lindert, P. H., y J. G. Williamson (1982), "Revising England's Social Tables, 1688-1812", *Explorations in Economic History*, vol. 19, n^o 4, pp. 385-408.
- Livi-Bacci, M. (2006), "The Depopulation of Hispanic America after the Conquest", *Population and Development Review*, vol. 32, junio, pp. 199-232.
- López, J. H., y G. Perry (2008), *Inequality in Latin America: Determinants and Consequences*, Banco Mundial (Policy Research Working Paper, n^o 4504).
- Maddison, A. (1998), *Chinese Economic Performance in the Long Run*, OECD Development Centre, París.
- Maddison, A. (2008), en <http://www.ggdc.net/Maddison>.
- Milanovic, B., P. H. Lindert y J. G. Williamson (2008), *Ancient Inequality*, versión revisada de *Measuring Ancient Inequality*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., octubre, (NBER Working Paper, n^o 13550).
- Mokyr, J. (1983), *Why Ireland Starved: A Quantitative and Analytical History of the Irish Economy, 1800-1850*, Allen and Unwin, Boston.
- Nunn, N. (2008), "Slavery, Inequality, and Economic Development in the Americas: An Examination of the Engerman-Sokoloff Hypothesis", en E. Helpman (ed.), *Institutions and Economic Performance*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Prados de la Escosura, L. (2007), "Inequality and Poverty in Latin America: A Long-Run Exploration", en T. J. Hatton, K. H. O'Rourke y A. M. Taylor (eds.), *The New Comparative Economic History*, MIT Press, Cambridge, Mass. pp. 291-315.
- Prados de la Escosura, L. (2009), "Lost Decades? Economic Performance in Post-Independence Latin America", *Journal of Latin American Studies*, vol. 41, n^o 2.
- Ravallion, M., S. Chen y P. Sangraula (2007), "New evidence on the urbanization of global poverty", *Population and Development Review*, vol. 33, n^o 4, pp. 667-701.
- Studer, R. (2008), "India and the Great Divergence: Assessing the Efficiency of Grain Markets in Eighteenth-and Nineteenth-Century India", *Journal of Economic History*, vol. 68, junio, pp. 393-437.

- Williamson, J. G. (1999), "Real Wages, Inequality, and Globalization in Latin America Before 1940", *Revista de Historia Económica*, vol. 17, número especial, pp. 101-42.
- Williamson, J. G. (2002), "Land, Labor, and Globalization in the Third World, 1870-1940", *Journal of Economic History*, vol. 62, n.º 1, pp. 55-85.
- Williamson, J. G. (2006), *Globalization and the Poor Periphery before 1950*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Williamson, J. G. (2008), "Globalization and the Great Divergence: Terms of Trade Booms and Volatility in the Poor Periphery 1782-1913", *European Review of Economic History*, vol. 12, diciembre, pp. 355-91.
- Williamson, J. G. (2009), *Trade and Poverty since 1750: When the Third World Fell Behind*, texto mimeografiado, próximo a publicarse.
- Williamson, J. G., y P. H. Lindert (1980), *American Inequality: A Macroeconomic History*, Academic Press, New York.
- Young, A. (2005), "The Gift of the Dying: The Tragedy of AIDs and the Welfare of Future African Generations", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, n.º 2, mayo, pp. 423-66.

Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *Miembros*: Colin Callender Q. C., Wayne Aranha y Philip Stubbs. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *Subgobernador*: Michael Lightbourne; *Inspector de Bancos y Compañías Fiduciarias*: Stanislaw Bereza; *Gerentes*: Bert Sherman (Oficina de la Gobernadora); Keith Jones (Contabilidad), Ian Fernander (Administración), Cassandra Nottage (Supervisión Bancaria), John Rolle (Investigaciones), Cecile M. Sherman (Operaciones de Banco), Errol Bodie (Computación), Gerard Horton (Control de Cambios) y Sylvia Carey (Recursos Humanos); *Consejero Legal*: Rochelle A. Deleveaux.

(Información oficial, abril del 2010)

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gobernador: Henrique de Campos Meirelles. JUNTA DIRECTIVA. *Subgobernadores*: Mário Torós (Política Monetaria), Alvir Alberto Hoffmann (Supervisión), Antônio Gustavo Matos do Vale (Privatización y Liquidación Bancaria), Anthero de Moraes Meirelles (Administración), Alexandre Antônio Tombini (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Mário Magalhães Carvalho Mesquita (Política Económica) y Maria Celina Berardinelli Arraes (Asuntos Internacionales). *Consultores Principales*: Flavio Pinheiro de Melo, Sidnei Corrêa Marques, Marco Antônio Belém da Silva, Carolina de Assis Barros, Claren-

ce Joseph Hillerman, Júnior, Katherine Hennings y Dalmir Sérgio Louzada. *Secretarios*: Sérgio Almeida de Souza Lima (Secretaría Ejecutiva), José Linaldo Gomes de Aguiar (Secretaría de Relaciones Institucionales) y Sergio Albuquerque de Abreu e Lima (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Aseores Especiales*: Luiz do Couto Neto (Asuntos Parlamentarios) y Alexandre Pinheiro de Moraes Rego (Prensa). *Jefes de Departamento*: Jefferson Moreira (Administración Financiera), José Aisio Catunda (Auditoría Interna), Arnaldo de Castro Costa (Gestión de Informaciones del Sistema Financiero), José Antônio Marciano (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), José Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación Bancaria), Fernando de Abreu Faria (Informática), Francisco José de Siqueira (Legal), Amaro Luiz de Oliveira Gomes (Normas del Sistema Financiero), Cornelio Farias Pimentel (Supervisión Indirecta), Osvaldo Watanabe (Supervisión Directa), Joao Henrique de Paula Freitas Simao (Operaciones de Mercado Abierto), Dimas Luís Rodrigues da Costa (Administración de Recursos Materiales), Luiz Edson Feltrim (Organización del Sistema Financiero), Ricardo Liao (Combate a Ilícitos Cambiarios y Financieros), Ronaldo Malagoni de Almeida Cavalcante (Relaciones Internacionales y Deuda Externa), Altamir Lopes (Investigación Económica), Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo (Estudios e Investigaciones), Miriam de Oliveira (Organización de Recursos Humanos), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Operaciones de Reservas Internacionales), José Clóvis Batista Dattoli (Planeamiento y Organización), João Sidney de Figueiredo Filho (Medio Circulante), Jaime Alves de Freitas (Corregedoria-General),

Hélio José Ferreira (Defensoría del Pueblo), Claudio Jaloretto (Control y Análisis de Procesos Administrativos Punitivos), Gilson Marcos Balliana (Supervisión de Cooperativas e Instituciones No-Bancarias) y Sidney Furtado Bezerra (Seguridad). *Gerentes*: Eduardo Fernandes (Estudios Especiales), Renato Jansson Rosek (Relaciones con Grupos de Inversores), Isabela Ribeiro Damaso Maia (Riesgo de la Dirección de Política Monetaria), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y Cambios), Andreia Laís de Melo Silva Vargas (Relaciones de Supervisión), Geraldo Pereira Júnior (Privatización Bancaria), Deoclécio Pereira de Souza (Seguro Agrícola – PROAGRO), Joao Goulart Junior (Proyectos) y José Augusto Varanda (Apoyo Administrativo y Tecnológico).

(*Información oficial, mayo del 2010*)

BANCO CENTRAL DE CHILE

Presidente: José de Gregorio Rebeco. *Vicepresidente*: Manuel Marfán Lewis. *Consejeros*: Enrique Marshall Rivera, Sebastián Claro Edwards y Rodrigo Vergara Montes. *Gerente General*: Alejandro Zurbuchen Silva. *Fiscal*: Miguel-Ángel Nacur Gazali. *Revisor General*: Silvia Quintard Flehan. *Gerentes de División*: Kevin Cowan Logan (Política Financiera), Beltrán de Ramón (Operaciones Financieras), Pablo García Silva (Estudios), Ricardo Vicuña Poblete (Estadística) y Luis González Bannura (Gestión y Servicios Institucionales). *Gerentes de Área*: Leonardo Jadue Jadue (Informática), María-Inés Urbina (Servicios Logísticos), Claudio Soto Gamboa (Análisis Macroeconómico), Rodrigo Cifuentes Santander (Investigación Financiera), Luis Opazo Rocco (Estabilidad Financiera), Mario Ulloa López (Gestión Estratégica y Riesgo), José-Manuel Garrido Bouzo (Infraestructura y Regulación Financiera), Sergio Lehmann Beresi (Análisis Internacional), Iván Montoya Lara (Tesorería), Cecilia Feliú Carrizo (Recursos Humanos), Gloria Peña Tapia (Información Estadística), Cristián Salinas Cerda (Inversiones Internacionales), Luis-Felipe Céspedes (Investigación Económica), Matías Bernier Bórquez (Mercados Financieros Nacionales), Claudia Varela Lertora (Asuntos Institucionales), Luis Álvarez Vallejos (Asesor de Comunicaciones) y Jorge Zúñiga Mayorga (Seguridad). *Abogado Jefe de Servicios Legales*: Juan Esteban Laval Zaldívar. *Capaci-*

tación: Carla Cruces Carrasco. *Bibliotecario*: Claudio Sepúlveda.

(*Información oficial, abril del 2010*)

BANCO DE GUATEMALA

Presidenta: María-Antonieta del Cid Navas de Bonilla. *Vicepresidente*: Julio-Roberto Suárez Guerra. *Gerentes*: Manuel-Augusto Alonzo Araujo (General), Óscar-Roberto Monterroso Sazo (Económico), Lidya-Antonieta Gutiérrez Escobar (Administrativa), Leonel-Hipólito Moreno Mérida (Jurídico) y Sergio-Francisco Recinos Rivera (Financiero). *Secretario de la Junta Monetaria*: Armando-Felipe García Salas Alvarado; *Subsecretario*: Aníbal García Ortiz. *Auditor Interno*: Bernardino González Leiva; *Subauditor*: Erwin-Roberto Camposeco Córdova. *Asesores III de la Asesoría Jurídica*: Gerardo-Noel Orozco Godínez y César-Augusto Martínez Alarcón; *Asesor II*: Fernando Villagrán Guerra. *Directores de Departamento*: Salvador-Orlando Carrillo Grajeda (Recursos Humanos), Juan-Carlos Castañeda Fuentes (Estudios Económicos), Rómulo-Oswaldo Divas Muñoz (Operaciones de Estabilización Monetaria y encargo de Operaciones de Mercado Abierto), Mynor-Humberto Saravia Sánchez (Servicios Administrativos y Seguridad), Édgar-Rolando Lemus Ramírez (Internacional), Byron-Leopoldo Sagastume Hernández (Contabilidad), Pablo-Antonio Marroquín Fernández (Análisis Bancario y Financiero) Otto-René López Fernández (Estadísticas Económicas) y Ariel Rodas Calderón (Tecnologías de Información). *Subdirectores de Departamento*: Ivar-Ernesto Romero Chinchilla (Comunicación y Relaciones Institucionales), Érick Prado Carvajal y José-René Lorente Méndez (Recursos Humanos), Carlos Oswaldo Mirón Contreras y Eddy-Roberto Carpio Sam (Estudios Económicos), Jorge-Vinicio Cáceres Dávila (Operaciones de Estabilización Monetaria), Carlos Eduardo Castillo Maldonado (Investigaciones Económicas), Mario-Roberto León Ardón (Servicios Administrativos y Seguridad), Víctor Manuel Vásquez García (Internacional), Marco-Antonio de Jesús Folgar Chapetón (Contabilidad), Fernando-Wladimir D. Estrada Pérez (Estadísticas Económicas), Byron-Saúl Girón Mayén (Tecnologías de Información), y Carlos Humberto Estrada Castro (Emisión Monetaria). *Jefes de Sección*: Leonel-César Carrillo (Sistema de Pagos), Luis-Enrique Celis (Centro de Capacitación,

Adiestramiento y Desarrollo del Personal), Walter-Noé Herrera Medrano (Balanza de Pagos), Roger-Noel Mansilla Arévalo (Inversión de Reservas Monetarias Internacionales) y Ricardo Rosales Álvarez (Estadísticas Cambiarias y encargado del Área de Remesas). *Subjefe de la Unidad de Relaciones Internacionales y encargada de Organismos Financieros Internacionales:* Reina-Berena Orizábal Chamalé.

(Información oficial, abril del 2010)

COLABORADORES

DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

CONSEJO DEL BANCO CENTRAL: *Miembros del Directorio.* Presidente: Axel A. Weber; *otros Miembros:* Franz-Christoph Zeitler, Rudolf Böhmler, Thilo Sarrazin, Carl-Ludwig Thiele y Andreas Dombret. *Presidentes de Bancos Centrales Regionales:* Calus Tigges, Berlin (Berlín y Brandeburgo); Norbert Matysik, Düsseldorf (Renania del Norte-Westfalia); Jürgen Hettinger, Frankfurt (Hesse), Adelheid Sailer-Schuster, Hamburg (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein); Werner Ehlers, Hannover (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt); Hans Christoph Poppe, Leipzig (Sajonia y Turingia); Stefan Hard, Mainz (Renania-Palatinado y Sarre); Alois Müller, München (Baviera); y Bernhard Siebold, Stuttgart (Baden-Wurtemberg). *Jefes de Departamento:* Erich Löper, B (Banca y Reservas Mínimas); Wilhelm Lipp, C (Contabilidad y Organización); Karlheinz Bischofberger, F (Financial Stability); Helmut Rittgen, H (Caja); Heinz-Günter Fuchs, IT (Procesamiento de Datos); Benedikt Fehr, K (Prensa e Información, Biblioteca, Archivos y Servicio Lingüístico); Joachim Nagel, M (Crédito, Divisas y Mercados Financieros); Klaus-Peter Burbach, P (Personal); Bernd Krauskopf, R (Servicios Jurídicos); Yue Sung, RC (Liquidación de Operaciones, Control de Riesgo y Custodia de Cuentas de Valores); Petra Palte, RV (Auditoría Interna); Gerhard Ziebarth, S (Estadística); Andreas Weigold, VB (Administración y Obras); Jens Ulbrich, VO (Servicio de Estudios); y Jochen Metzger, Z (Sistema de Pagos y Administración de Cuentas).

(Información oficial, mayo del 2010)

BANK OF CANADA

Governor: Mark J. Carney. *Senior Deputy Governor:* Tiff Macklem (effective 1 July 2010). *Deputy Governors:* Jean Boivin, Pierre Duguay, John Murray, Timothy Lane. *General Counsel and Corporate Secretary:* W. John Jussup. *Advisers:* Janet Cosier (Corporate Administration & Chair of the Board of Directors of the Canadian Payments Association), Agathe Côté (Monetary Policy), Allan Crawford (Financial System), Sheila Niven (Corporate Administration & Financial System), Jack Selody (Financial System), David Wolf (Monetary Policy). *Departmental Chiefs:* Carmen Prévost Vierula (Audit), Paul Fenton (Canadian Economic Analysis), Brigid Janssen (Communications), Colleen Leighton (Corporate Services), Gerry T. Gaetz (Currency), W. John Jussup (Executive & Legal Services), Donna Howard (Financial Markets), Sheila Vokey (Financial Services), Mark Zelmer (Financial Stability), George Pickering (Funds Management and Banking), Carole Briard (Information Technology Services), Larry L. Schembri (International Economic Analysis).

(Información oficial, abril del 2010)

BANQUE DE FRANCE

Gobernador: Christian Noyer. *Primer subgobernador:* Jean-Paul Redouin. *Segundo subgobernador:* Jean-Pierre Landau. *Auditor general:* Alain Armand. *Directores generales:* Robert Ophele (Operaciones), Pierre Jaillat (Economía y Relaciones Internacionales) y Hervé Queva (Recursos Humanos). *Directores:* Hervé Le Guen (Asuntos Legales), George Peiffer (Organización y Sistemas de Información), Bruno Cabrillac (Internacional y Relaciones Europeas), Gerard Beduneau (Banca Internacional e Instituto de Finanzas), Jean Claude Huyssen (Contabilidad), Aline Lunel (Auditoría Interna), Yvon Lucas (Sistema de Pagos), François Haas (Operaciones de Mercado) y Pierre Sicsic (Balanza de Pagos).

(Información oficial, abril del 2010)

COMISIÓN NACIONAL DE BANCOS Y SEGUROS (HONDURAS)

Comisionada-Presidenta: Vilma Cecilia Morales.

Comisionados Propietarios: David Omar Palao y Jorge Antonio Castellanos. *Asesor Técnico:* Roberto Jerez. *Superintendentes:* Tania Sagastume B., *a. i.* (Valores y otras Instituciones), Martha Magdalena Bonilla (Seguros y Pensiones) y María del Carmen Chévez, *a. i.* (Bancos, Financieras y Asociaciones de Ahorro y Préstamo). *Gerentes:* Manuel Antonio Ramírez (Estudios), Marvin Leonel Irías (Administrativo), Luis E. Lupiac Foeller (Informática) y Juan Carlos Fiallos (Proyectos). *Jefe de la Unidad de Información Financiera:* César Castellanos Fonseca. *Director de Asesoría Legal:* Rodney Alexis Ham. *Jefes de División:* Martha Lastenia García (Recursos Humanos), Lilizett Vanessa Garay (Central de Información Crediticia), Miguel Ángel Escobar (Análisis Estudios y Financieros), Jeannette Peña (Estadísticas y Publicaciones), Juan Morán (Actuaría), Víctor Varela (Auditoría Interna), Francisco Ernesto Reyes (Secretaría General), Freddy Zapata (Protección al Usuario Financiero), José Ramón Gonzales (Desarrollo de Sistemas), Mauricio Hernández Medina (Servicios Tecnológicos al Sistema Financiero Nacional), Jeiky Giovanni Tovar (Operaciones de Sistemas), Manuel Roberto Luna (Auditoría de Sistemas), Julio César Antúnez (Seguimiento de otras Instituciones), Jeannette Lira (Inspección de otras Instituciones), Gerardo Pinzón (Inspección de Bancos, Financieras y Asociaciones de Ahorro y Préstamo), Dina Ruiz de Mazier (Seguimiento de Bancos, Financieras y Asociaciones de Ahorro y Préstamo), Jorge Alberto Salgado (Seguimiento de Seguros) y José Ramón García (Inspección de Seguros).

(Información oficial, mayo del 2010)

BANCA D'ITALIA

Gobernador: Mario Draghi. *Director General:* Fabrizio Saccomanni. *Subdirectores Generales:* Ignazio Visco, Giovanni Carosio, Anna-Maria Tarantola. *Directores Centrales:* Salvatore Rossi (Investigación Económica), Franco Passacantando (Central Banking, Mercados y Sistema de Pagos), Stefano Mieli (Supervisión Bancaria y Financiera), Claudio Clemente (Contaduría General), Paolo Piccialli (Secretaría General), Carlo Pisanti (Emisión de Billetes), Carlo Chiesa (ICT), Fabrizio Rudel (Compra de Bienes Inmuebles). *Jefes de Departamento:* Emerico-Antonio Zautzik (Central Banking Operations), Andrea Santorelli (Financial Investments) Cosma Onorio Gelsomino (Risk Management), Fabrizio Palmisani (Sistema de Pagos), Paolo Marullo Reedtz (Supervisión del Mercado y del Sistema de Pagos), Bruno D'Offizi (Asuntos de la Tesorería), Luigi Federico Signorini, Luigi Donato, Roberto Rinaldi, Andrea Enria y Umberto Proia (Supervisión Bancaria y Financiera), Claudio Del Core (Secretaría General), Nunzio Minichiello (Imprenta de Billetes), Rufino Renzetti Lorenzetti (General de Caja), Giovanni Martiniello (Seguridad y Sanidad), Fabio Panetta, Daniele Franco, Giorgio Gomel y Marco Magnani (Investigación Económica), Marino Ottavio Perassi (Investigación Legal), Valeria Sannucci (Administración de Personal), Augusto Aponte (Remuneración y Reglas del Personal), Omero Papi, Andrea Cividini y Enrico D'Onofrio (ICT), Armando Pietroni (Hacienda), Maria Rizzo (Compras), Filippo Anfosso (Organización), Tullio Raganelli (Contable), Mauro Michelangeli (Expedición y Verificación de Análisis), Vieri Ceriani (Impuestos) y Sandro Appetiti (Inspección Interna).

(Información oficial, abril de 2010)

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo del 2010

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras</i> <i>Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Estimation, Solution and Policy Analysis using Equilibrium Monetary Models	Banco Central de la República del Perú Lima, 8 – 12 de marzo
Sistemas de Pagos: Una Visión Integral	México, D. F., 12 – 16 de abril
Sistema de Cuentas Nacionales	México, D. F., 19 – 30 de abril
Estabilidad Financiera y Redes de Seguridad	México, D. F., 3 – 7 de mayo
III Curso sobre Contabilidad de Instrumentos Financieros en Banca Central	Banco de España Madrid, 4 – 7 de mayo
Estrategia de Deuda de Mediano Plazo	México, D. F., 7 – 21 de mayo
International Finance-Bank Regulation, Risk Measurement and Management	Banco Central de Brasil Brasilia, 24 – 28 de mayo
<i>Seminarios</i>	
Central de Balances y XBRL	México, D. F., 28 – 29 de abril
Educación Financiera y Macrofinanzas	Confederación Alemana de Cooperativas (DGRV) Asunción, 31 de mayo – 1º de junio
PIB Trimestral	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 31 de mayo – 4 de junio

Reuniones

VI Reunión de Asesores en Política Monetaria	Banco de la República Bogotá, 8 – 9 de abril
V Reunión sobre Operaciones de Mercado Abierto	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires 15 – 16 de abril
XLVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 13 de mayo
Junta de Gobierno del CEMLA	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 13 de mayo
LXXXIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 14 de mayo
IX Reunión sobre Administración de Recursos Humanos de Banca Central	Banco Central de Brasil Salvador, Bahía, 17 – 20 de mayo

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXXIII, n^o 2, abril-junio

Money Affairs, vol. XXIII, n^o 1, January-June

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 Raiffeisenverband 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

