

PANORAMA FINANCIERO INTERNACIONAL CONTEMPORANEO

**CENTRO DE INVESTIGACIONES DE ECONOMÍA
INTERNACIONAL**

UNIVERSIDAD DE LA HABANA

COORDINADORAS

Dra. Elda Molina Díaz

Dra. Mercedes García Ruiz

PROLOGO

El libro *Panorama Financiero Internacional Contemporáneo* hace una revisión muy completa de las dinámicas y lógicas financiarizadas instaladas en el capitalismo contemporáneo. Lo importante es que mira el complejo financiero a partir del 2008 y no desde la década del 70, cuando comenzó esta dinámica de financiarización. Se habla del complejo financiero porque en la teoría de sistemas, se requiere que todos los subconjuntos operen con las mismas leyes, aunque tengan características distintas. Lo que ha ocurrido en el complejo financiero internacional es que opera con dos leyes; una para los bancos demasiado grandes para quebrar (DGPQ) y otra para los bancos que pueden quebrar. La definición de bancos DGPQ reduce su universo a 29 en el mundo, que están por encima del riesgo y de los principios esenciales del capitalismo, como, por ejemplo, el peligro de quiebra. Estos bancos eran mayoritariamente estadounidenses en la década del 80, cuando se creó el concepto. A inicios del siglo XXI eran europeos y de eso habla Chesnais¹ en sus trabajos.

El cambio en el orden económico mundial en la última década, ha concentrado las cadenas de suministro y el liderazgo en innovación tecnológica en China, lo que ha tenido como resultado que dicho país influya en los estándares globales. A partir del 2014, por ejemplo, son chinos los mayores bancos del mundo, mostrando el desplazamiento financiero.

El volumen es además casi en su totalidad femenino, lo que no pasa desapercibido en una literatura hasta ahora dominada en el mundo por hombres. Ello quizás sugiere que hay un cambio de patrón entre los investigadores del CIEI lo que le abre la puerta, de manera inadvertida, a la economía crítica feminista, tema poco trabajado en América Latina.

El cambio en la supremacía financiera es un reflejo del nuevo orden mundial. El asunto es que post 2008, como plantean las autoras, los problemas de inestabilidad y volatilidad continúan a pesar de las nuevas dinámicas y han tomado nuevas características. El crecimiento económico mundial es menor que hace dos décadas y América latina crece a una fracción de lo que crecía en las décadas el 50 al 80 y menos que en el periodo 1990 a 2007. En este periodo China se ha transformado en el motor mundial de la economía y en el líder tecnológico y financiero, desplazando a Estados Unidos.

En este marco, García Ruiz hace un *racconto* sobre la volatilidad instalada en el complejo financiero que se ha convertido en un rasgo del mercado financiero estadounidense, en particular, pero trastocó el sistema financiero cuando en simultáneo existen instituciones demasiado grandes para quebrar, y las que tienen el tamaño correcto para quebrar. En un sistema no puede haber dos leyes de funcionamiento, una para cada subsistema. El mercado chino es bastante más estable y el europeo tiene otra dinámica por la existencia histórica de banca universal versus lo que hay en Estados Unidos y Gran Bretaña que fue la desregularización de todos los mercados y la admisión a que todos los

¹Chesnais, François. (2016). *Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump*. Boston, BrillAcademic Pub. y *La mundialización financiera*, Losada, Buenos Aires, 1999.

actores puedan entrar en todas las actividades, sin límite. Para el mundo ahora hay instituciones financieras significativas y las no significativas. Treinta son significativas y no pueden quebrar y todas las demás si pueden. En ese marco Basilea III se convierte en un instrumento entre inútil y poco funcional.

La Dra. Molina hace un esforzado trabajo sobre el mercado global de derivados, con un repaso detallado de su dinámica y crecimiento y señala el peligro del mismo para la estabilidad sistémica. El talón de Aquiles del complejo financiero es el mercado de derivados porque allí se transan operaciones en probabilidades. No se opera sobre la realidad sino sobre la probabilidad de que la realidad ocurra. Una descripción rápida para el lector no especializado es el ejemplo de Teresa la vaca. Hay una vaca que da leche. Su dueño convierte esta en un activo financiero y la prenda al banco para un crédito. Ese documento de prenda indica el valor financiero de la vaca para el banco. Con ese documento luego el dueño de la vaca vende derechos de compra sobre los terneros que tendrá Teresa algún día. Luego vende derechos contra los productos que resultarán de esos terneros cuando sean sacrificados en términos de huesos, piel, carne, etc. Luego vende derechos sobre los terneros, nietos de Teresa, que esas tendrán algún día de su vida útil; y así sucesivamente. El mercado financiero se llena de activos derivados de un subyacente que es la vaca Teresa. Si la vaca se muere, todos los derivados desaparecen de inmediato con ella. Eso pasó en el 2008 y es a eso que se refiere la Dra. Molina como el entorno volátil e incierto.

La Dra. Salas repasa los flujos financieros en los países en desarrollo y apunta en la dirección del estudio de Graciela Kaminsky y Sergio Schmukler (2001)² sobre cómo la apertura de los mercados y el aumento de los flujos no hacen converger a las tasas de interés, como esperaba el Banco Mundial con la reforma financiera.

La Dra. Molina tiene un segundo capítulo, relacionado al de Salas, sobre economías emergentes y mercados financieros, que dan lugar a los flujos señalados antes. Hace un buen recuento de los mercados financieros emergentes. Es de destacar cómo a pesar del avance de los países emergentes, sus reservas internacionales permanecen en dólares y cómo ahora estas se guardan con niveles altos en relación al PIB, para proteger el tipo de cambio en caso de disturbios en estos mercados.

La Dra. Sánchez se preocupa sobre el acontecer de la arquitectura financiera internacional a partir de la quiebra de LehmanBrothers y lo que derivó como el inicio de la nueva arquitectura financiera internacional con un nuevo funcionamiento del FED como prestamista de última instancia para las economías mayores, emergentes y maduras. Ella mira la reunión de Londres del 2009, que tuvo sabor a la conferencia económica mundial de Londres de 1933. Fue una conferencia de deudores muy grandes de economías maduras con acreedores de economías emergentes y con los europeos doblemente representados por la representación de la Unión Europea y de Gran Bretaña, Francia y Alemania. La primera,

²“Short- and Long-Run Integration: Do Capital Controls Matter?”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2660, 10 Jul 2001

en especial, fue una conferencia para ver la manera de rediseñar el sistema a partir de Bretton Woods, dándole más recursos al FMI. Eventualmente fue la mitad de lo ofrecido porque los dadivosos estaban endeudados hasta la médula con sus rescates bancarios. Europa está con niveles de deuda pública en el PIB de alrededor de 100% con algunos por encima; Estados Unidos con 120% y Japón con 230%. Estos niveles de endeudamiento explican las bajísimas tasas de interés, desde el lado financiero, pero al mismo tiempo explican la dinámica de acumulación de reservas en las economías emergentes para financiarlos.

El modo como el G20 abandonó el tema de la arquitectura financiera es tan grotesco como la consolidación del criterio de bancos demasiado grandes para quebrar, sin riesgo impiden determinar sus primas de riesgo. Quizás no tengan riesgo porque siempre serán rescatados. Uno de esos DGPQ finalmente fue atrapado y se le pudo reducir de tamaño, Deutsche Bank. Alemania y su canciller siempre estuvieron preocupados por la arquitectura y por los abusos bancarios de los demasiado grandes para quebrar. Paradójicamente ahora estos son bancos chinos y la nueva arquitectura en proceso de construcción tendrá una gravitación asiática, a pesar del G7 que ha hecho lo indecible para evitar una presencia mayor de China en el FMI. La presencia reiterada de Gran Bretaña, Alemania y Francia cuando allí está la Unión Europea es un esfuerzo por impedir el crecimiento del papel de China en el mundo financiero internacional y su arquitectura.

La Dra. Puerta revisa la salida de Gran Bretaña de la Unión Europea, BREXIT, el espacio de lo que se viene señalando en los otros capítulos. Hace una mirada al euro en medio de los horribles datos socioeconómicos europeos y lo que se apreció como la insuficiencia de las instituciones financieras regionales para atender las crisis de sus miembros, sobre todo en la eurozona entre el 2009 y el 2011. Grecia fue la demostración de sus insuficiencias si bien tras ajustar los salarios nominales en euros, la Comisión Europea logró reactivar la economía. La exploración del Brexit alerta al lector sobre qué puede pasar tras la partida de Gran Bretaña de la Unión Europea.

Molina y Regalado hacen un repaso por el papel del Yuan como moneda internacional y del papel de China en las finanzas internacionales. Ello es un buen punto de partida para discutir un tema dejado de lado, ¿Por qué el mundo sigue usando el dólar para el comercio internacional? La evidencia del ReminbiTracker de SWIFT es que, en agosto de 2019, el RMB vuelve a ocupar la 5ª posición en el ranking de divisas para pagos globales por valor, con una cuota del 2,22% del total de operaciones cambiarias en el mundo.³ Una aproximación a la respuesta está en el reciente trabajo de Ito, Koibuchi, Sato y Shimizu, *Managing Currency Risk. How Japanese Firms Choose Invoicing Currency*. (Elgar, 2018). Lo indudable es que los mayores bancos del mundo son hoy chinos y que la iniciativa asiática del Banco Asiático de Inversiones en Infraestructura es una iniciativa líder.

³ file:///C:/Users/Oscar%20Ugarteche/Downloads/swift_bi_rmbtracker_september2019_slides.pdf

Finalmente, el libro acaba con un trabajo sobre el financiamiento climático, de Marlén Sánchez. Sin caer en la trampa de la discusión de los bonos verdes, de los que hay dos tipos, el texto revisa los flujos de capital y la ausencia de consensos sobre el tema. Hay dos tipos de bonos verdes porque unos están hechos para que las multinacionales puedan contaminar libremente si es que plantan en otra parte árboles que compense esa contaminación. El otro está hecho para que el proyecto financiado sea sostenible. Pero no hay certificación internacional pública. Son nuevos instrumentos financieros sin una llegada real al objetivo descrito. Hace bien Sánchez en no entrar en esa discusión y repasar los desafíos existentes en este campo. Están los trabajos del *Global Environment Facility* y los de la *OCDE Centre on Green Finance and the Environment* para las discusiones más técnicas sobre los instrumentos. Por el momento el financiamiento verde es una buena idea no explotada.

La financiarización de las economías emergentes y sus instituciones, instrumentos y prácticas tras las desregulaciones introducidas en la década del 90 abre el espacio para discutir y revisar estos temas en las naciones de América Latina y África desde la noción de financiarización subordinada o financiarización dependiente, con la interrogante de qué las diferencia de los países asiáticos. Las formas de integración de los mercados financieros y los traslados de excedentes y de valor, aparentemente tienen signos distintos en Asia que en el resto de las economías emergentes. ¿Por qué?

Este es un primer volumen que augura un campo de trabajo muy rico y que le será de suma utilidad a estudiantes, profesores y formuladores de políticas.

Dr Oscar Ugarteche
Instituto de Investigaciones Económicas
UNAM
Ciudad Universitaria, México DF
19.10.19

INDICE

	Pág.
Introducción	1
<u>Primera Sección: Mercados y flujos financieros internacionales.</u>	
1. Mercados financieros internacionales 2008-2018: trayectoria y factores explicativos. Dra. Mercedes García Ruiz	4
• Introducción	
• La crisis hipotecaria estadounidense y el inevitable contagio internacional	
• Crisis de deuda soberana, presiones fiscales y fragilidad bancaria	
• 2015- 2018: Volatilidad e incertidumbre recurrente	
• Consideraciones finales	
2. Mercados de derivados. Dra. Elda Molina Díaz	55
• Introducción	
• El mercado de derivados en la actualidad	
• Evolución del mercado de derivados OTC por categoría de riesgos	
• Consideraciones finales	
3. Flujos financieros hacia los países en desarrollo: evolución y recomendaciones de política. Dra. Carola Salas Couce	70
• Introducción	
• Caracterización de los flujos	
• Evolución de los flujos	
• Conclusiones y recomendaciones de política	
4. Las economías emergentes y los mercados financieros. Dra. Elda Molina Díaz	107
• Introducción	
• Las economías emergentes en los mercados financieros antes de la crisis financiera 2007- 2008	
• Las economías emergentes en los mercados financieros después de la crisis.	
• Las economías emergentes como proveedoras de capital	
• Consideraciones finales	
<u>Segunda Sección: Temas relevantes de la actualidad financiera.</u>	
5. El papel del G-20 en la reconfiguración de la arquitectura financiera internacional. Dra. Marlén Sánchez Gutiérrez	133
• Introducción	
• Una mirada a viejos temas y a viejas discusiones.	
• Los viejos temas en las nuevas discusiones.	
• Consideraciones finales	

- 6. La Crisis Europea y el Brexit. Dra. Hilda Puerta Rodríguez 153**
- Introducción
 - Evolución de la crisis económica europea. Principales indicadores, tendencias y perspectivas
 - La crisis de deuda soberana en la Eurozona. Implicaciones
 - Brexit. Causas y consecuencias
 - Consideraciones finales
- 7. China: nuevo actor en las finanzas internacionales. Dra. Elda Molina Díaz Y MsC. Eduardo Regalado Florido 184**
- Introducción
 - China como receptora y proveedora de capitales.
 - Internacionalización del yuan
 - Posición de sus instituciones financieras a escala global
 - Innovación y tecnofinanzas
 - ¿Cómo han sido posibles tales logros?
 - Consideraciones finales
- 8. La financiación al desarrollo y los desafíos del financiamiento climático: algunos mensajes de política. Dra. Marlén Sánchez Gutiérrez 209**
- Introducción
 - Dinámica actual de las finanzas internacionales: entendiendo las reglas del juego.
 - El financiamiento climático: hacia la búsqueda de consensos
 - La arquitectura del financiamiento climático y la competencia por los recursos: ¿más de lo mismo?
 - Algunos mensajes de política

PRIMERA SECCIÓN
MERCADOS Y FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

INTRODUCCIÓN

Resulta incuestionable que la economía internacional está en gran medida condicionada por el sistema financiero internacional, tema que forma parte, de una u otra forma, de las noticias diarias de los principales medios de comunicación del mundo de hoy. La importancia del sector, devenido en la actividad más dinámica y determinante de la economía global, se ha visto favorecida por los preceptos neo liberales que inducen la eliminación de controles y privilegian el papel del mercado en el proceso de toma de decisiones.

En este contexto, y asociado también a la necesidad de agregar “competitividad” a los mercados financieros a nivel mundial, se ha impuesto una desregulación generalizada, consustancial y estimulante de una creciente e indetenible especulación, que caracteriza actualmente a la economía mundial, convirtiéndose ambas en importantes causas de las crisis financieras que han tenido lugar en los últimos tiempos.

Esta realidad explica las razones por las cuales se habla de manera reiterada de “globalización financiera”, en tanto es la actividad que más se ha internacionalizado y que facilita la realización de todo tipo de operaciones a lo largo del mundo en tiempo real durante prácticamente las 24 horas de los siete días de la semana.

Sin embargo, para muchos, tal estado de cosas resulta apenas comprensible, y aún más, cuando se trata de los enormes cambios que han tenido lugar, que pueden afectar directa o indirectamente el acontecer cotidiano, ya sea a través de la participación en el sistema bancario, la información del comportamiento bursátil, las crisis, el destino de los ahorros, el nivel de endeudamiento, e incluso el futuro en relación a la utilización de los fondos de pensiones, entre otros aspectos.

Por ello, las integrantes del Grupo de Investigación de Finanzas del Centro de Investigaciones de Economía Internacional (CIEI), perteneciente a la Universidad de la Habana, junto con otros colaboradores, se propusieron la elaboración de este libro que es resultado de más de una década de trabajo.

Si bien no se trata de un material pormenorizado, plagado de definiciones dirigidas en particular a neófitos en el tema, se propone dar una adecuada visión a todos aquellos interesados en comprender los enormes cambios acaecidos en el sector a nivel mundial en los últimos años, sus tendencias e implicaciones. Asimismo, se incluyen temáticas específicas relacionadas con nuevos acontecimientos que han tenido lugar en el ámbito financiero.

Es así que con mucho placer ponemos a disposición de los interesados el libro *Panorama Financiero Internacional Contemporáneo*, contentivo de una visión marxista y académica de tal realidad.

El libro se divide en dos partes, la primera que ubica al lector en la trayectoria y las tendencias más relevantes de los mercados financieros en la actualidad, donde se enfatiza

en los principales cambios que se han producido y el significado de los mismos para el mundo y en particular, para los países subdesarrollados, históricamente los más afectados por reglas y comportamientos de las naciones más avanzadas. La segunda parte analiza la realidad financiera mundial a través de la selección de diferentes fenómenos y situaciones de especial actualidad.

En el **primer capítulo** se estudia la dinámica de los mercados financieros internacionales, donde se analiza cómo los diez años transcurridos desde la crisis de 2008 se distinguieron por una aguda volatilidad de los indicadores financieros más relevantes y el consecuente clima de incertidumbre, demostrando la incompetencia de las políticas y regulaciones públicas frente al avance arrollador de la liberalización e integración financieras, así como por una peculiar debilidad macroeconómica en términos de crecimiento, déficit fiscal y endeudamiento.

El **segundo capítulo** se refiere al mercado de derivados financieros, uno de los más dinámicos y complejos, no sólo por la posibilidad que brindan de cubrir riesgos en un entorno volátil e incierto, sino porque son ampliamente usados con fines especulativos. En este sentido, su utilización en la actualidad constituye un arma de doble filo para la estabilidad en el sector y en la economía en sentido general.

En el **tercer capítulo** del libro se analizan las particularidades de los flujos financieros hacia los países en desarrollo, su evolución y las posibles políticas a instrumentar para lograr una mejor utilización de los mismos. A pesar de los progresos cuantitativos y los enfoques más realistas y novedosos observados, se afirma cómo resultan insuficientes los mecanismos de control y ejecución de los acuerdos y estrategias que se diseñan, tanto al interior de las economías receptoras, como a nivel global.

El **último capítulo** de esta primera sección se refiere a las novedades que se pueden apreciar en el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes, mostrando su creciente participación en los mercados financieros internacionales como receptores y más recientemente también, como oferentes de recursos financieros.

En la segunda sección del libro, se consideran algunos hechos de relevancia mundial en los últimos años. Es el caso del **capítulo 5**, que aborda el papel del Grupo de los Veinte (G-20) en la reconfiguración de la arquitectura financiera internacional y en el que se analiza cómo la crisis de 2008 puso de manifiesto claramente la fragilidad de los mecanismos de regulación y supervisión existentes para responder a la concentración de riesgos como resultado de la desregulación, integración e innovación financiera.

Corresponde al **sexto capítulo** el análisis de la crisis de deuda soberana en los países europeos, principalmente en la Eurozona y dentro de ella, las naciones emergentes, que se ve agravada por la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), generando aún más incertidumbre en los mercados. Se considera, asimismo, los resultados de la aplicación de diferentes medidas, todas ellas de carácter neoliberal y cortoplacistas, que han provocado un empeoramiento de la situación económica y social de la región.

En el **capítulo 7** se aborda el creciente protagonismo de China en las finanzas internacionales en los últimos años, que se aprecia no sólo por su posición como receptora de recursos financieros, sino también por su importancia como proveedora de fondos. Asimismo, el yuan se erige como moneda internacional, con un uso cada vez más amplio en el comercio y las inversiones. Además, sus instituciones financieras ocupan puestos relevantes en los rankings mundiales.

El **último capítulo** se centra en el debate sobre cambio climático y los mecanismos para su financiamiento. Si bien el tema ha tomado auge en los últimos años, todavía está atrapado en una madeja de complejidades técnicas, conceptuales y de intereses que resultan sólo funcionales a los oferentes de recursos. El propósito del capítulo es identificar los puntos comunes entre la arquitectura de financiación al desarrollo y la de financiamiento climático, ayudar a entender las tendencias que prevalecen en materia de dinámica de flujos climáticos y ofrecer algunas pistas sobre cómo convivir con ellas.

Confiamos en que el esfuerzo realizado se vea compensado con el cumplimiento de los objetivos propuestos y, sobre todo, que este libro sea de utilidad para estudiantes, académicos y en general, para aquellos lectores motivados por conocer la realidad financiera internacional.

CAPÍTULO I

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES 2008-2018: TRAYECTORIA Y FACTORES EXPLICATIVOS

Dra. Mercedes García Ruiz.

Centro Investigaciones de la Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

Aunque a fines del 2007 ya se hacían sentir en todo el mundo las réplicas de la crisis crediticia de los Estados Unidos, y sus efectos nocivos no se circunscribían a las instituciones pertenecientes al sector hipotecario estadounidense y sacudían a todos los segmentos del mercado bancario y financiero internacional por la pérdida generalizada de confianza en los inversionistas, fue la caída de un gran banco de inversión norteamericano lo que aseguró el proceso de internacionalización de la crisis.

En septiembre del 2008 se cumplieron 10 años de la quiebra del Lehman Brothers evento que puso en duda el credo fetichista del mercado sobre la existencia de entidades “demasiado grandes para quebrar” (*too big to fail*), y que arrastró consigo a numerosos bancos y compañías financieras del mundo desarrollado. De hecho, la caída del gigante bancario tuvo un impacto sistémico al generar una enorme volatilidad e incertidumbre en los mercados de divisas, bursátiles y crediticios, y marcó el inicio de una grave crisis financiera y económica internacional.

Transcurrido más de un decenio del suceso, la situación de los mercados financieros continúa siendo desfavorable en términos de acumulación de riesgos cambiarios, saneamiento de los balances bancarios, recuperación de activos financieros soberanos, nivel de endeudamiento público y privado, y dinámica del flujo de capitales transfronterizos, entre otros indicadores representativos de la calidad del proceso de intermediación financiera.

La fragilidad financiera de la economía estadounidense, el estallido de crisis de deuda soberana en la zona euro, eventos climatológicos adversos, graves explosiones populares e intervenciones militares foráneas en África Norte y Medio Oriente, crisis migratorias, presiones inflacionarias vía precios de alimentos y materias primas estratégicas, sobrecalentamiento de importantes mercados emergentes, y en general, débiles perspectivas de crecimiento de la economía mundial, gravitaron en la percepción y actuación de los inversores determinando la inestabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales desde el 2008.

Especial connotación tuvieron la crisis de deuda pública y los graves problemas fiscales de la Unión Monetaria Europea por sus implicaciones en las cotizaciones de los mercados de divisas, en el precio de los títulos-valores de los mercados bursátiles y en las primas de riesgo del mercado interbancario. No obstante, es necesario resaltar que las crisis protagonizadas por las naciones europeas lo que han hecho es exacerbar problemas y debilidades que permanecían latentes en las principales economías del mundo como legado

de la dinámica irreversible de desregulación y especulación que tipifica a los mercados, y frente a lo cual han chocado reiteradamente las tentativas de gobiernos y organismos internacionales por conquistar la estabilidad financiera.

La estrategia seguida por las autoridades monetarias de las naciones desarrolladas desde que estalló la crisis, consistente esencialmente en la disminución coordinada de las tasas de interés oficiales; inyecciones de liquidez a las instituciones bancarias; garantías estatales a los depósitos; compra de activos problemáticos y estímulos fiscales al sector financiero, no solo ha sido poco eficaz para corregir problemas institucionales, sino que ha retroalimentado desequilibrios de orden macroeconómico, en primera instancia de carácter fiscal y de endeudamiento, con lo cual exacerbaron aun más la incertidumbre y volatilidad que actualmente reina en los mercados financieros.

LA CRISIS HIPOTECARIA ESTADOUNIDENSE Y EL INEVITABLE CONTAGIO INTERNACIONAL

La solidez de los mercados bursátiles y el alto grado de solvencia en los segmentos crediticios, acompañados por la creciente presencia de inversionistas institucionales y fondos de cobertura con una alta disposición a asumir riesgos tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes, marcaba la dinámica de los mercados de valores y de préstamos a inicios del 2007 en un contexto económico mundial favorable que brindaba múltiples y buenas oportunidades de inversión.

Pero ya a mediados del año la marcha de los acontecimientos en el mercado hipotecario de Estados Unidos (EEUU) generó un fuerte sentimiento de expectación que paulatinamente se convirtió en franca desconfianza al deteriorarse las perspectivas económicas en la nación estadounidense e incrementarse el número de entidades financieras, norteamericanas y extranjeras, involucradas en el problema. A partir de entonces la crisis dejó de ser un problema “local”, transgredió las fronteras nacionales y la aversión al riesgo dominó el mercado.

La propagación o contagio externo de la crisis fue ineludible por el alto grado de integración y automatización, y la poca transparencia de los mercados financieros. Muchas instituciones bancarias que aprovecharon el boom del mercado inmobiliario norteamericano e invirtieron sumas millonarias en préstamos de alto riesgo por la promesa de suculentas ganancias, fueron luego arrastradas por la crisis. Adicionalmente, como numerosos contratos hipotecarios habían sido objeto de venta en mercados secundarios, el problema también trascendió a las bolsas extranjeras mediante la titularización de las deudas.⁴ (FMI, 2007a) (Truman, 2007)

El número de entidades expuestas a valores respaldados por activos hipotecarios subprime creció rápidamente y en esas circunstancias entraron en escena los Bancos Centrales para

⁴ Títulos respaldados con garantías inmobiliarias o hipotecas que se comercializaron en distintas plazas al unísono. Contratos hipotecarios que fueron objeto de bursatilización sin mayores restricciones por el alto grado de profundización financiera que existe en la actualidad.

tratar de amortiguar los efectos de la crisis y evitar su propagación más allá de lo inevitable por la propia dinámica de un mercado cada vez más global.

La Reserva Federal (FED) de los EEUU recurrió a la disminución de las tasas de interés, medida que solo había sido tomada ante eventos extremadamente críticos, y adicionalmente, al igual que otras autoridades monetarias de las principales economías del mundo, inyectó liquidez a través de operaciones del mercado abierto en una escala sin precedentes desde el colapso de la compañía financiera Long Term Capital Management y la crisis de la deuda de Rusia en 1998. También ampliaron el acceso a la ventanilla de descuento y en determinados casos ofrecieron cobertura de garantía al depósito para calmar los ánimos de los depositantes.⁵ (Caja Madrid, 2007a,b)

La reacción inicial fue favorable, sobre todo mejoró la actividad bursátil que originalmente había sido muy impactada con las millonarias pérdidas sufridas por entidades financieras norteamericanas y la caída de Wall Street. La disminución de los intereses en EEUU (la primera en cuatro años) y el aumento de la liquidez trajo la calma, pero ésta fue efímera pues en los últimos meses del año importantes índices accionarios continuaban reflejando altos niveles de volatilidad en correspondencia con el avance de la crisis; sucesos como la declaración de pérdidas por parte del banco norteamericano de inversión Bear Stearns y luego Merrill Lynch sacudieron nuevamente los mercados finalizando el año. (Caja Madrid, 2007c)

Por su parte, el mercado crediticio fue poco perceptivo a las medidas tomadas por los bancos centrales, y a medida que aumentaban los “damnificados” y las noticias sobre la magnitud de las pérdidas se hacían más preocupantes, la tensión del mercado interbancario se intensificaba, se redefinían los riesgos, se agudizaba la volatilidad, mermaba la liquidez, aumentaban los diferenciales de interés y el crédito se contraía. El peligro de inestabilidad financiera a gran escala era mayor por el descalce que presentaban las entidades financieras en relación a sus activos a mediano plazo y los instrumentos a corto plazo del mercado monetario con que los habían financiado. (BIS, 2007)

A fines de año el mercado no lograba normalizarse y tanto en EEUU como en la Unión Económica Monetaria (UEM) los tipos de interés del interbancario continuaban por encima de lo indicado por el entorno macroeconómico y la propia política monetaria, e incorporaban una importante prima de riesgo como expresión del elevado grado de desconfianza prevaleciente entre los operadores. (Caja Madrid, 2007c)

Paralelamente, las secuelas de la crisis comenzaron a sentirse en el sector empresarial debido al resquebrajamiento de la solvencia del mismo dadas las repercusiones de las pérdidas registradas por entidades financieras. Así, un problema inicialmente sectorial como la crisis inmobiliaria, fragmentó los canales de crédito para amplios sectores de la economía, y las limitaciones para acceder a préstamos que experimentaron las empresas

⁵ En estas acciones participaron la FED, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Japón, Canadá, Suiza y Australia.

conllevaron a un fuerte aumento de las primas de riesgo de los bonos corporativos. (Caja Madrid, 2007c, 2008a) (FMI, 2008)

Asimismo, los mercados de divisas que a principios del 2007 se distinguían por niveles de volatilidad históricamente bajos, también fueron trastornados por los acontecimientos del mercado inmobiliario norteamericano. En el mes de febrero se había producido la primera advertencia sobre la irreversibilidad de la estabilidad del mercado de divisas por el desplome de las bolsas en China, pero no fue hasta mediados de año que, con la crisis subprime, se hizo permanente la volatilidad e incertidumbre. (ACM, 2007, 2008) (FMI, 2007b)

La combinación de expectativas, no solo sobre tasas de interés, fue muy compleja y condujo a movimientos erráticos de los tipos de cambio que exacerbaban la incertidumbre en el mercado.⁶ En general, éste se distinguió por la aversión al riesgo respecto al dólar que sufrió caídas frente a 13 de las 16 divisas activas, y por una volatilidad comparable a una montaña rusa. La depreciación del dólar fue muy desordenada e intensa, al punto que hizo renacer con fuerza la polémica sobre su pertinencia como unidad de cuenta, medida de valor y medio de pago, y no fue mayor por las pérdidas que sufrirían China y Japón como acreedores de EEUU, y el impacto comercial que tendría para la Unión Europea. (ACM, 2007) (FMI, 2007b, c)

Ya a principios del 2008 las condiciones de los mercados financieros internacionales vaticinaban mayores limitaciones para acceder al crédito, profundas afectaciones macroeconómicas, y una incierta trayectoria de las principales divisas. La probabilidad de recesión en EEUU era elevada no obstante las condiciones monetarias menos restrictivas y la disminución del desequilibrio externo que generaba el dólar más barato. Asimismo, el fuerte aumento que experimentaban en ese periodo los precios del crudo y la debilidad manifiesta en el consumo interno, alimentaban los pronósticos a su favor.

Con la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers Holdings Inc en septiembre del 2008 la crisis financiera se recrudeció y las perspectivas de crecimiento de las naciones se deterioraron fuertemente, produciéndose un círculo vicioso entre las variables financieras y las reales. (BBVA, 2008)

La mayor aversión al riesgo y la extrema volatilidad que generó en los mercados financieros de todo el orbe el derrumbe del gigante bancario, implicó un fuerte incremento de la demanda de fondos en el segmento interbancario que disparó el costo y redujo drásticamente los plazos del crédito, aumentando con ello las tensiones crediticias.

Paralelamente, los restantes segmentos del mercado, tanto monetarios como de capital, manifestaron una dinámica muy volátil confirmando una dosis adicional de inestabilidad a

⁶ El sesgo expansivo (anticíclico) de la política monetaria norteamericana generó expectativas negativas en los especuladores por la caída de las rentabilidades (intereses) esperadas de los activos denominados en dólares. Asimismo, cuando a fines de de año el presidente del Banco Central Europeo declaró que les preocupaba más la inflación que el crecimiento, el euro comenzó nuevamente a apreciarse por la posibilidad de que subieran las tasas de interés en la UEM.

la economía mundial; fue el caso del mercado de divisas donde las principales monedas exhibieron un comportamiento muy errático fruto de la convergencia de factores macroeconómicos, financieros y, fundamentalmente, de las expectativas altamente explosivas de los agentes financieros. (Caja Madrid, 2008a, b, c) (BBVA, 2008)

Los mercados accionarios y de bonos más importantes del mundo también cerraron el año con un incremento inusitado del riesgo como expresión de lo ocurrido en las economías y el sector bancario. En los mercados bursátiles de EEUU, Europa y Japón, los principales índices acumularon caídas considerables y se redujeron los niveles de capitalización.⁷ (Caja Madrid, 2008b)

Cuadro 1
Índices Bursátiles seleccionados: Tasas de variación.

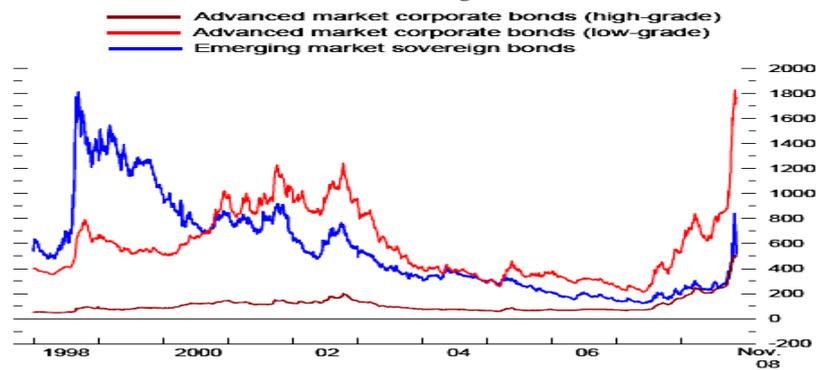
Índices bursátiles	Variación Anual (2008)
Dow Jones (EEUU)	- 34,94
SP 500 (EEUU)	- 40,09
Nasdaq Comp. (EEUU)	- 41,91
Ibex 35 (España)	- 40,88
E. Stoxx 50 (UEM)	- 45,02
FT 100 (R. Unido)	- 33,71
DAX Xetra (Alemania)	- 42,19
CAC 40 (Francia)	- 42,76
Nikkei 225 (Japón)	- 46,20

Fuente: Caja Madrid, 2008b

Por su parte, el comportamiento del mercado de obligaciones, tanto públicas como privadas, corroboró la gravedad de la crisis que atravesaban las economías desarrolladas y el temor de los inversionistas a asumir riesgos excesivos. Fue así, particularmente, en el caso de EEUU donde las rentabilidades de deuda pública (bonos de 10 años) descendieron espectacularmente debido a la preferencia del público por activos más líquidos y el temor a la deflación; y donde, el nivel de primas de riesgo para los bonos corporativos se ubicó en valores sin precedentes desde la gran depresión de 1929. (Caja Madrid, 2008b) (AFI, 2009)

⁷ Por la magnitud en que cayeron las Bolsas, la situación fue comparada con crisis anteriores de gran dimensión. La crisis presentó elementos comunes con la del 29 en EEUU, la bursátil de Japón a fines de los ochenta y la tecnológica del 2000. Entre ellos: se produjeron luego de la aplicación de políticas monetarias muy expansivas, se asociaron a la utilización indiscriminada de instrumentos de apalancamiento e innovaciones financieras, y en condiciones de supervisión y regulación insuficientes.

Gráfico 1
Primas de Riesgo 1998-2008



Fuente: Caja Madrid, 2009.

Paralelamente, las emisiones de deuda privada y de bonos soberanos de mercados emergentes fueron castigadas con mayores primas, dadas las negativas predicciones sobre la capacidad de pagos, tanto de las empresas por las severas restricciones crediticias que padecían y la caída de ventas, como de los gobiernos por la significativa disminución de sus ingresos de exportación.

Bajo esas circunstancias, el sistema financiero internacional sufrió un fuerte deterioro e incluso, en determinados momentos, llegó a estar al borde del riesgo sistémico, y lógicamente, también fue mayor la intervención de las autoridades económicas y monetarias de EEUU y de Europa para evitar un colapso del mismo.

La política monetaria expansiva implementada como paliativo frente a la crisis hipotecaria estadounidense, se convirtió en práctica común de las naciones industrializadas. Asimismo, se incrementaron las intervenciones directas en el mercado monetario, se concretaron diversos paquetes de rescate a entidades financieras que incluían la adquisición de activos no rentables y el mayor control accionario, y se implementaron varios programas de carácter fiscal para amortiguar la caída de la actividad económica y fomentar la inversión doméstica.

Sin embargo, las cuantiosas sumas que fueron desembolsadas por diferentes canales para apuntalar el sistema financiero no lograron restablecer completamente la confianza de los inversionistas, y los mercados continuaron siendo frágiles. Adicionalmente, como era de esperar, el agravamiento de la crisis financiera provocó serias afectaciones para el sector empresarial, el consumo personal y las finanzas públicas de los países directamente involucrados, cuyo deterioro macroeconómico se agudizó. Fue inevitable entonces que la crisis se extendiera al conjunto de la economía internacional y adquiriese una dimensión global.

A inicios del 2009 el escenario económico mundial era sombrío: economías desarrolladas en recesión; el consumo y la inversión cayendo espectacularmente por la restricción del crédito en países europeos y en EEUU; incremento del desempleo en niveles preocupantes; aumento de las presiones fiscales y el endeudamiento del sector público por la aplicación

de medidas de rescate al sector financiero y los menores ingresos dado el derrumbe de la actividad económica; caída de los precios de las materias primas; importantes afectaciones en los mercados emergentes a través de los canales financieros y comerciales, y disminución de su tasa de crecimiento. (FMI, 2009a), (Caja Madrid, 2009)

Frente a una crisis de tales proporciones perdía validez el enfoque inicial correspondiente a una situación de iliquidez y se hacía ineludible un enfrentamiento que involucrara más al sector privado en la administración de los riesgos. Bajo el principio “demasiado grande para quebrar” se socorrían, con grandes sumas de las arcas públicas, a bancos y compañías aseguradoras que se habían expuesto irresponsablemente a riesgos extremos, con lo cual se incrementaba el riesgo moral, se premiaba a los especuladores y se posponía el necesario ajuste, sin que el crédito aumentase en el nivel que exigían las economías. (FMI, 2009b)

En el transcurso del 2009 las tensiones financieras se fueron suavizando en correspondencia con la incipiente reanimación económica que mostraba EEUU y la Unión Europea, la mejoría experimentada en los beneficios empresariales y la mayor certeza acerca del mantenimiento de los estímulos económicos y financieros por parte de las autoridades centrales. (FMI, 2009c)

No obstante, la incertidumbre fue intermitente y no disminuyó al nivel requerido para restablecer la confianza de los inversionistas pues, aunque no pocos analistas y organismos internacionales consideraron superada la crisis económica, para otro grupo importante de expertos la recuperación era un mero espejismo. Y realmente, más allá del debate teórico acerca de si la crisis había “tocado” o no fondo, los hechos eran concluyentes en relación a la persistencia de importantes problemas que afectaban el desempeño de las economías en la gran mayoría del mundo industrializado, considerado el epicentro de la crisis económica y financiera.

CRISIS DE DEUDA SOBERANA, PRESIONES FISCALES Y FRAGILIDAD BANCARIA

La declaración de moratoria del gobierno griego y el posterior rescate en el primer semestre del 2010 marcó el inicio de una crisis que minó los puntales de la UEM, cuya supervivencia fue seriamente cuestionada. A Grecia le siguió Irlanda y en ese mismo año Portugal, y si no se produjo el derrumbe del esquema integracionista fue por la intervención directa de la denominada troika: Comisión Europea, Banco Central Europeo (BCE) y FMI que, con cuantiosos recursos, “salvó” a gobiernos y entidades financieras que se encontraban al borde del colapso.

Aunque el estallido de la crisis de deuda soberana significó un punto de inflexión importante en el desenvolvimiento de los mercados monetarios y financieros, que desde entonces transpiraron volatilidad e incertidumbre, otros hechos de naturaleza muy disímil, violentaron la dinámica de los mismos desde fines del 2010. Entre ellos: Fuertes tensiones políticas y militares en África Norte y Medio Oriente; el devastador terremoto y tsunami en

Japón; el límite de deuda y la rebaja de la calificación crediticia en los EEUU⁸; y la falta de credibilidad en los acuerdos de la UE respecto a la integración fiscal.

Sin embargo, para ganar en claridad acerca del comportamiento de los mercados hay que trascender los sucesos puntuales y reflexionar sobre cuestiones estructurales del acontecer económico mundial. Si los niveles de riesgo continuaban altos en los diversos ámbitos financieros era fundamentalmente por el peligro real de recesión en los países desarrollados, la persistencia de severos problemas de solvencia y liquidez en instancias soberanas y entidades bancarias, el limitado margen de maniobra de las políticas monetarias y fiscales para hacerle frente al legado de la crisis, y además, el conjunto de vulnerabilidades que estuvieron presentes en las economías emergentes. (FMI, 2011a)

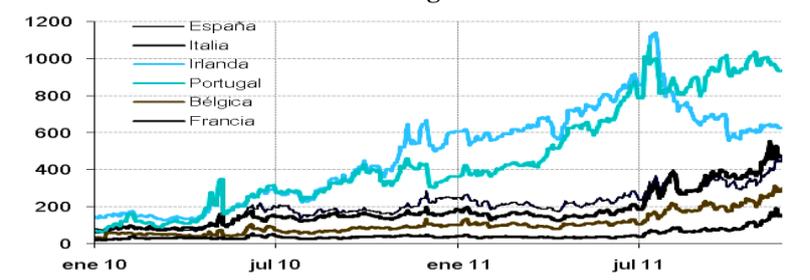
Los temores a una recesión en las economías desarrolladas constituyeron, junto a la permanencia de incertidumbres financieras, los factores fundamentales para la toma de decisiones por parte de los inversores. En relación a EEUU a pesar de la presencia de un conjunto de condiciones que podían inducir una mayor recuperación como son: la continuidad de una política monetaria expansiva, el impulso exportador por la debilidad del dólar y la mayor solidez de los balances empresariales, se apreció un debilitamiento de la actividad económica respecto al 2009-2010.⁹ (FMI, 2011b)

En el caso de la UE, los acontecimientos se precipitaron hacia un progresivo deterioro de la situación y a pesar del desigual desempeño de los países, y que naciones consideradas el núcleo duro del euro mantenían ritmos de crecimiento positivos, reinó un ambiente de preocupación por la aprensión de los inversores a un contagio de los graves problemas de las economías denominadas periféricas. La crisis no tardó en recrudecerse y extenderse por toda Europa dada la insostenibilidad de la deuda en Grecia, Irlanda y Portugal y, adicionalmente, el incremento de los diferenciales de bonos soberanos para Francia y Alemania, el fuerte deterioro macroeconómico en España y el cuestionamiento de la solvencia de Italia, tercera economía del área. (BIS, 2011a)

8 La degradación de la nota crediticia de los EEUU por parte de la agencia Standard & Poors, quien retiró la calificación AAA característica de los emisores de obligaciones más fiables y le otorgó un AA+ aduciendo riesgos políticos por la enorme magnitud de su deuda pública, fue valorada por los inversionistas como una señal muy negativa y provocó una catarsis momentánea en el mercado. La medida constituía una sanción inédita desde la creación de la agencia calificadora en 1941.

9 La desaceleración del crecimiento respondió esencialmente a la debilidad de la demanda y el alto desempleo, en un contexto de aún alto nivel de apalancamiento de los hogares. Ni la inversión, ni el consumo privado mostraban el dinamismo necesario para repuntar la economía y si a ello se le adicionaba la previsible austeridad fiscal asociada al problema de la sostenibilidad de la deuda, las posibilidades de crecimiento eran aún más lejanas.

Gráfico 2
Eurozona: Primas de riesgo de bonos de 10 años.



Fuente: Bankia, 2011.

La profunda inestabilidad de las finanzas públicas y el bajo o nulo crecimiento económico en varios países llevaron a una crisis sin precedentes en las instancias gubernamentales europeas que conllevó a agravar los problemas de solvencia de las entidades bancarias, muchas de las cuales no habían superado totalmente los embates de la crisis del 2008. De ese modo y por primera vez, el esquema de integración monetaria se vio sometido a una crisis donde no solo estaba en juego la sobrevivencia del sistema bancario, sino también la de gobiernos y de la moneda misma; y en la que, como nunca antes, se puso de manifiesto la incapacidad de resistencia de las instituciones encargadas de velar por la estabilidad monetaria y financiera del bloque europeo. (Ontiveros, 2011)

Otra cuestión que tuvo una influencia decisiva en los mercados financieros durante el 2011 fue la situación de naciones emergentes de importancia estratégica que por sus favorables perspectivas de crecimiento y grandes reservas monetarias, atraieron capitales en gran magnitud que provocaron fuertes expansiones de liquidez y del crédito interno, lo que a su vez condujo al sobrecalentamiento de sus economías, el deterioro de la cartera crediticia de los bancos y al mayor apalancamiento de sus balances (FMI, 2011a).

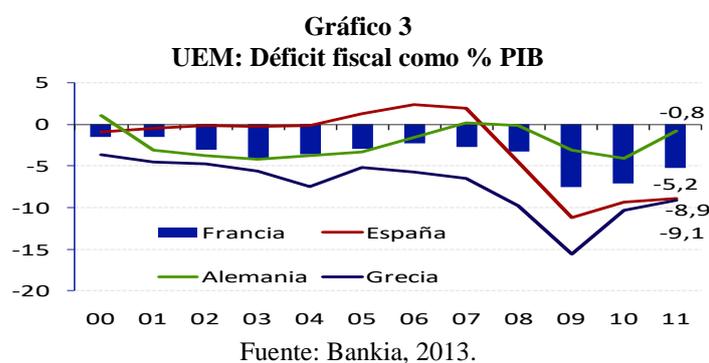
La convergencia de un desalentador escenario macro en los EEUU, crisis financiera en la UE y dudas respecto a la estabilidad de los mercados emergentes, acrecentó el temor de riesgo sistémico, el cual tuvo su expresión y se retroalimentó, en la evolución de los distintos segmentos del mercado financiero internacional.

Así, pasados tres años de la quiebra del Lehman Brothers, la fragilidad era un rasgo que caracterizaba los sistemas bancarios. En la UEM, no solo la posibilidad de un *default* en Grecia hizo temblar las cuentas bancarias en el transcurso del 2011, también la propagación de la crisis a España e Italia condujo a ventas generalizadas de acciones y bonos bancarios en prácticamente todo el continente. Y al otro lado del océano, tras el recorte de la calificación de deuda en EEUU, muchos bancos vieron desplomarse sus acciones, y más adelante, volvieron a verse afectados cuando la agencia, Moody's, recortó la calificación de tres entidades emblemáticas del país: Bank of America, Citigroup y Wells Fargo (Ugarteche y Carranco, 2011).

Tal estado de cosas explicó el pobre dinamismo del crédito en este período, siendo ese el resultado neto más preocupante de un sistema financiero que también padeció el contagio de la crisis europea por las extensas ramificaciones internacionales que lo caracterizan.

Otra clara expresión de la correlación de fuerzas imperante en las diferentes plazas de valores, crediticias y monetarias, fue el comportamiento del cruce euro/dólar. A medida que los riesgos crecían, también lo hizo la especulación en torno a la apreciación y/o depreciación de una u otra divisa, catalogándose de “guerra” el nivel de volatilidad que Como resultado de tal conducta tipificó las transacciones al contado y a futuro.

Durante el 2012 el panorama europeo seguía siendo preocupante especialmente por tres elementos: crisis de las finanzas públicas, fragilidad de los sistemas bancarios y aplicación de programas de rescates con una alta dosis de austeridad. El deterioro sostenido de varios países, cuyo caso más crítico continuó siendo el de Grecia, se expresó esencialmente en crecientes niveles de déficit fiscal y de deuda soberana que ahondaron la crisis de liquidez y los problemas económicos y sociales en el área.



Las políticas monetarias expansivas del BCE fueron infructuosas, y adicionalmente, diversos acontecimientos de naturaleza política y financiera exacerbaron en ese año la incertidumbre en torno a la “salud” de la UEM.¹⁰ La sensibilidad del mercado a tal estado de cosas fue alta y durante el primer semestre del año, subieron las primas para emisiones de deuda soberana (BIS, 2012). Con el encarecimiento del financiamiento para gobiernos, y la renovada preocupación respecto al crecimiento económico de la zona, los indicadores de tensión financiera se dispararon e incrementó la volatilidad en los mercados de divisas y accionarios. (FMI, 2012b)

Vinculado a lo anterior, el sistema bancario europeo confrontó serios problemas en sus balances por el alto nivel de exposición en títulos de deuda soberana y complicaciones en la recuperación de otros activos asociados a empresas y personas. Las inyecciones de liquidez del BCE no pudieron compensar los considerables retiros de fondos por parte de los depositantes, ni el hecho que el mercado de financiación a largo plazo se mantuviese prácticamente cerrado para los bancos. En ese contexto, y ante el permanente temor de mayores impagos, éstos estuvieron menos dispuestos a efectuar desembolsos de préstamos, complicando así la situación para el sector empresarial y a nivel macroeconómico. (BIS, 2012)

¹⁰ Entre los más representativos se ubican: Las elecciones de Grecia por la fuga de capitales que provocó; la solicitud de crédito de España para sanear Bankia; y la rebaja de la calificación de deuda soberana de Italia (de Aa3 a Baa2) por la calificadora Moody's.

En cuanto a políticas monetarias se refiere, Estados Unidos, Reino Unido y Japón mantuvieron, al igual que la UEM, una posición flexible y disminuyeron las tasas de interés en un contexto de debilitamiento económico y menores presiones inflacionarias. La mayor relajación de las políticas de los respectivos bancos centrales se concretó en la ampliación de los programas de compras de activos y de deuda pública, así como en el respaldo de liquidez al sistema bancario.

No obstante, y sin intentar minimizar el impacto que dichas políticas tuvieron en la capacidad de recapitalización del sector bancario a nivel mundial, el grado de apalancamiento de éste siguió siendo elevado. Los grandes bancos de Europa, Asia y Norteamérica continuaron involucrados en operaciones de derivados que suponían un alto riesgo e incrementaron su apalancamiento partiendo del criterio que su importancia sistémica los exonerará de la quiebra pues una vez más, acudirán a socorrerlos los gobiernos. (FMI, 2012a)

La situación de los mercados emergentes era incierta teniendo en cuenta las condiciones externas que enfrentaron. De preocupadas por la gran afluencia de capitales y la consecuente apreciación de sus monedas a inicios del 2012, varias de las mayores economías que integran este grupo de naciones pasaron a temer el impacto monetario y económico que podría tener la disminución de la inversión en cartera y del financiamiento bancario que comenzaron a experimentar. (FMI, 2013a).

A medida que las perspectivas económicas se debilitaban, disminuía la capacidad de las economías avanzadas y emergentes para eludir el contagio de la crisis europea y se exacerbaban sus propias inconsistencias fiscales y financieras. Precisamente asociado a esto último, el caso de EEUU fue el más inquietante para el mercado en el 2012.

La FED continuó siendo un puntal fundamental para contener la crisis al mantener tipos de interés oficiales en niveles excepcionalmente bajos y aprobar una nueva expansión cuantitativa (QE) para facilitar la compra de títulos del Tesoro.¹¹ La reacción del mercado a esas y otras disposiciones fue favorable, pero con la cercanía del fin de año y, con este, de la fecha de prescripción de los recortes impositivos y de gastos fiscales, la situación se fue tornando insegura y el nerviosismo dominó al mercado monetario y bursátil por el temor a que la nación se precipitara en lo que se llamó “abismo fiscal”. Adicionalmente, se valoró la posibilidad de que, coincidentemente en esa fecha, se alcanzará el tope de la deuda pública que había sido aprobado el año anterior.¹²

¹¹ Con el propósito de favorecer la actividad residencial y relajar las condiciones financieras, la FED decidió en septiembre del 2012 ampliar su programa de expansión monetaria (QE, por sus siglas en inglés) sin fecha concreta de finalización. En aquel momento se previó que las compras de activos comenzarían en enero del 2013 a un ritmo de USD 85.000 millones mensuales: USD 45.000 en letras del Tesoro y USD 40.000 en activos hipotecarios.

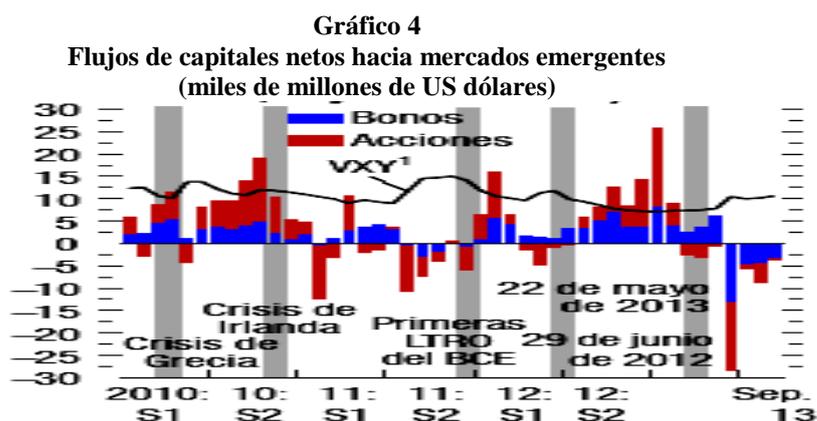
¹² Al igual que en el 2011, las malas relaciones entre el presidente Obama y los republicanos en el Congreso generaban serias dudas acerca del éxito en las negociaciones para un acuerdo fiscal, lo cual junto con la renovación del límite de la deuda son condiciones ineludibles para hacer más sostenibles las finanzas públicas y consolidar la confianza de inversores, empresas y consumidores.

La ansiedad subsistió hasta inicios del 2013 cuando finalmente, tras reñidas discusiones, la Cámara de Representantes aprobó un proyecto de ley que salvó al país de alzas generalizadas de impuestos y drásticas reducciones de gastos, y rompió con dos décadas de ortodoxia republicana al subir los impuestos a los más ricos.

Sin embargo, el optimismo inicial que despertó la noticia, no borró las preocupaciones de los inversionistas acerca de venideras batallas presupuestarias pues era obvio que el arreglo no tendría una incidencia significativa en el enorme déficit ni en los requerimientos de endeudamiento de la administración. Por ello, se fue perdiendo paulatinamente el impulso favorable en los mercados y resurgió la interrogante referente a las futuras conversaciones sobre el “límite de deuda” que tendrían lugar ese mismo año.

Más adelante, en mayo, en un contexto en el que muchos analistas consideraban que los riesgos financieros a corto plazo habían cedido, la FED anunció la posibilidad de disminuir las compras de activos, con lo cual daría un vuelco a la política monetaria no convencional seguida por la entidad desde el estallido de la crisis bancaria. Como resultado, los agentes del mercado aumentaron sus expectativas acerca de un incremento de la tasa de interés, se produjo un alza en el rendimiento de los bonos del Tesoro y otros activos financieros, y en general se endurecieron las condiciones monetarias referidas a costos y plazos en la nación nortea. (FMI, 2013b)

El temor a una reversión gradual de la política de relajación cuantitativa en EEUU se generalizó y promovió una fuerte volatilidad de los activos financieros en diferentes regiones geográficas; así, en el segundo trimestre del año, el rendimiento de las deudas públicas percibió un ascenso mientras las acciones caían en mercados desarrollados y emergentes. Para éstos, la incertidumbre fue más prolongada por los elevados diferenciales de sus deudas, la pobre recuperación de las pérdidas en el mercado bursátil, las depreciaciones nominales de sus monedas, y las continuas salidas de capital. (BIS, 2013a)



Nuevamente en octubre se estancó el panorama financiero de los EEUU por el “congelamiento o cierre” del gobierno federal durante 16 días debido a que las pugnas bipartidistas en el Congreso demoraron la aprobación del presupuesto para el nuevo año fiscal que comienza precisamente ese mes. Al no tener fondos ni autorización para más

créditos, el gobierno tuvo que cerrar de inmediato varias oficinas y dependencias administrativas, despidiendo a 800 000 trabajadores del Estado con licencias anticipadas; en esas circunstancias se creó un ambiente de incertidumbre respecto a la sostenibilidad fiscal y financiera de la nación.¹³ (ANDBANK, 2013a)

En el lapso de tiempo que transcurrió entre que el Ejecutivo se declaró en bancarrota y el Congreso aprobara la ley de financiación y elevara el techo de la deuda- lo que ocurrió finalmente el 16 de octubre- se disparó la volatilidad de las principales divisas, el oro y los precios de activos de renta fija y variable, las condiciones de acceso a los mercados se hicieron más restrictivas, y la aversión al riesgo fue en ascenso ante el temor a una suspensión de pagos sostenida por parte de Washington y sus ramificaciones en la economía mundial. (ANDBANK, 2013b)

Pero los efectos del “apagón” del gobierno y del impasse de la deuda en EEUU, fueron bastante efímeros en el mercado y ya a principios de noviembre muchos indicadores financieros representativos se habían restablecido. Finalizando el año resurgió la especulación acerca del futuro inmediato de la política monetaria de EEUU, y la atención internacional se centro, una vez más en la reunión del Comité de Operaciones del Mercado Abierto (FCOM) que tendría lugar a mediados de diciembre y cuyo tema principal era si se mantendrían o no las compras mensuales de bonos por 85000 millones USD. (BIS, 2013b)

El abanico de pronósticos fue muy amplio y abarcó tanto la posibilidad de adopción de una línea “dura” con la inmediata salida del QE, como su posposición para el 2014 siguiendo el criterio más moderado que defendían el entonces presidente de la FED, Ben Bernanke, y la recién electa para un próximo mandato de la autoridad monetaria, Janet L. Yellen. Finalmente, la decisión de que no sería hasta el nuevo año que se evaluaría un cambio en la política monetaria, constituyó un respiro importante en medio de las presiones de liquidez previas a las fiestas navideñas.

Del otro lado del Atlántico, la crisis seguía latente y varias naciones europeas que desde el 2010 habían sido objeto de “rescate” por parte de autoridades financieras comunitarias e internacionales, continuaban en el 2013 atrapadas en el círculo vicioso de alto endeudamiento y déficit fiscal. Ni las millonarias sumas invertidas en el salvataje de gobiernos y bancos, ni los rigurosos programas de ajuste fiscal impuestos a los Estados a un elevado costo social, fueron realmente efectivos. (FMI, 2013b)

No obstante, la situación financiera de la eurozona experimentó cierta mejoría durante el año, y en naciones marcadas por su negativa trayectoria, como España, Irlanda, Italia y Portugal se redujeron los rendimientos de deuda pública y los diferenciales de los certificados de incumplimiento crediticio. (BIS, 2013a). Tributaron a ese clima de menor

¹³ El problema radica en que de forma reiterada el enorme déficit fiscal de los EEUU supera la capacidad de endeudamiento aprobada para el Ejecutivo por parte del Congreso, lo que quiere decir que para cubrir sus requerimientos financieros, el gobierno tiene que demandar en el mercado más dinero del que le está permitido por ley. Ello obliga a revisar periódicamente el techo de la deuda federal si se quiere evitar una moratoria y sus consecuencias económicas y sociales. La fecha tope para hacerlo era el 17 de octubre.

riesgo los planes de consolidación fiscal y las medidas de inyección de liquidez aplicadas por el BCE; entre ellas las operaciones de financiación a largo plazo y las Operaciones Monetarias de Compraventa o Directas.¹⁴

Ahora bien, asociado al sobreendeudamiento público y a otros factores, permanecía latente en Europa el problema de la fragilidad del sector bancario y su impacto negativo en la oferta crediticia, tanto en cantidad como en calidad.

El crecimiento del crédito al sector privado en la UEM durante el 2013 fue inferior al de EEUU, Japón e Inglaterra, y también se caracterizó por sus condiciones más restrictivas. Las mayores dificultades en la intermediación bancaria se justificaron, en gran medida, por el encarecimiento que sufrió la propia financiación recibida por los bancos ante la elevada percepción de riesgo que generaba en los inversionistas el deterioro de los activos y la mayor probabilidad de pérdidas que sufrían muchas de esas instituciones. (BIS, 2013b) (FMI, 2013a)

La fortaleza del balance es un factor determinante en la actividad bancaria y en su disposición para prestar, y en el caso de la zona euro el proceso de saneamiento estaba rezagado respecto a otros países desarrollados. Asimismo, la consolidación de las finanzas públicas que también es importante para el mejor desempeño bancario, era muy heterogénea entre las naciones que, en un contexto de intereses muy bajos y medidas de expansión monetaria no convencionales, podían disfrutar de un colchón adicional de liquidez y aplazar los necesarios ajustes fiscales y sectoriales. (FMI, 2013b)

Precisamente, en relación a la política monetaria acomodaticia de los países industrializados y su impacto para la estabilidad macroeconómica y bancaria, continuaron manifestándose posiciones contrarias. Los críticos, insistían acertadamente en el peligro que representa el crédito barato en la formación de burbujas financieras y aludieron a lo sucedido en el 2007 cuando la crisis hipotecaria; asimismo, fundamentaron que superado el riesgo de colapso financiero, medidas de esa naturaleza lo que hacen es posponer el desapalancamiento del sector privado, fomentar el endeudamiento del gobierno y diferir los cambios estructurales que estimulan un crecimiento sostenido de la economía real.¹⁵

En resumen, el elevado endeudamiento público y privado, los grandes déficits fiscales, la fuerte restricción crediticia, las políticas de austeridad y el elevado desempleo, continuaban siendo rasgos invariables de la fisonomía europea y motivos para la desconfianza sobre el futuro de la región. Las medidas de apoyo monetario y de liquidez que las autoridades

¹⁴ Equivalente al QE estadounidense, el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT) se concibió para reducir la volatilidad cambiaria y recuperar la confianza en el euro mediante la financiación monetaria. Sus detractores plantean con justeza que medidas de esa naturaleza, aunque efectivas temporalmente, distorsionan las señales del mercado y posponen las reformas para enfrentar la crisis.

¹⁵ El tema es complicado pues aun y cuando las autoridades monetarias decidan abandonar ese tipo de política al ponderar adecuadamente sus costos y beneficios, resulta muy difícil determinar el momento adecuado para hacerlo sin correr el riesgo de desestabilizar el mercado por un alza desorbitada de los rendimientos o la pérdida de credibilidad como gestores de política, lo cual es muy dañino también para la confianza del mercado.

comunitarias ejecutaban permitían ganar tiempo, pero no resolver los problemas fundamentales que tributaban a la inestabilidad imperante en los mercados financieros.

En EEUU el panorama tampoco era optimista pues además de una vacilante recuperación económica, la nación atravesaba una complicada realidad en términos presupuestarios y de deuda, y el adverso clima político que enfrentaba la administración generaba serias dificultades para tomar decisiones estratégicas en materia de política económica que permitieran avanzar en la estabilidad monetaria y financiera. Ante esa realidad era lógico que se mantuviesen activadas las señales de alerta y que la inseguridad continuara siendo un rasgo dominante del panorama monetario y financiero internacional a fines del 2013.

En contraste, durante la mayor parte del 2014 prevaleció un clima menos agitado en los mercados financieros en cuanto a volatilidad, riesgos y rentabilidad gracias fundamentalmente a la conjunción de factores macroeconómicos positivos y la continuidad de políticas monetarias expansivas, que se tradujeron en una mayor liquidez y menor incertidumbre.

Los episodios de tensión que se produjeron estuvieron vinculados a los conflictos geopolíticos procedentes de Ucrania, los temores de mediados de año sobre las perspectivas económicas del área del euro, y las dudas acerca de la orientación de las políticas monetarias. Sus principales manifestaciones fueron las caídas generalizadas de los índices bursátiles y el repunte de las primas de riesgo durante el tercer trimestre del año.¹⁶

Por su parte, el mercado de divisas mostró períodos de fuerte volatilidad ante cambios en los diferenciales de riesgo macro en el mapa de la económica mundial y, sobretudo, fue inestable en momentos de franca divergencia entre las decisiones (asumidas o anunciadas) de los bancos centrales de los centros de poder. Así, las mayores oscilaciones en los tipos de cambio se observaron cuando EEUU y el Reino Unido anticiparon subidas en los tipos de intereses oficiales y al mismo tiempo, el Banco de Japón y el BCE aplicaban nuevos estímulos monetarios. (Bankinter, 2014a)

Fue evidente la alteración que sufrió el cruce del dólar contra el euro mientras la FED ejecutaba su estrategia de salida del programa de compra de activos y en contraposición, el BCE anunciaba un ambicioso plan de medidas que permitiría incrementar la demanda de crédito, reducir los costes de financiación y proporcionar una elevada liquidez, al tiempo que reiteraba que su política seguiría siendo laxa por un período prolongado.¹⁷ (Bankinter, 2014b)

Pero los eventos de alta volatilidad fueron momentáneos y ya en septiembre los mercados, tanto de valores, monetarios, como de deuda, se habían recuperado de sus pérdidas; las

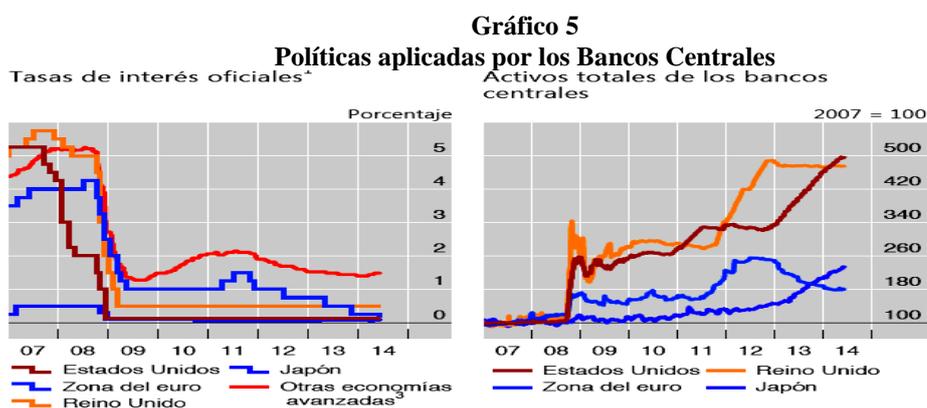
¹⁶ En el caso de la Eurozona pesó mucho la incertidumbre sobre los procesos secesionistas (referéndum sobre Escocia) y el conflicto con Rusia. El anuncio a fines de julio de nuevas sanciones económicas contra ese país por parte de la Unión Europea provocó ventas generalizadas en los mercados financieros.

¹⁷ Impulsado por los estímulos monetarios adicionales anunciados por el BCE, el euro cayó un 6,5% frente al dólar estadounidense en los mercados al contado, entre mayo y principios de septiembre del 2014. (BIS, 2014a)

principales plazas bursátiles se reanimaron con relativa rapidez y los diferenciales de riesgo crediticio cayeron a niveles cercanos de sus mínimos históricos. A pesar que la incertidumbre geopolítica se mantuvo el resto del año y que otros factores de índole macroeconómica exhibieron un desempeño incierto, como es el caso de la situación económica y financiera de importantes naciones emergentes, los mercados no volvieron a sufrir grandes sacudidas y a fines de año habían retomado su tendencia alcista.¹⁸ (BIS, 2014b)

El criterio explicativo para que así fuese era el reforzamiento que experimentaron las políticas acomodaticias de los bancos centrales y las mejores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas. Sobre estas últimas, los datos macroeconómicos reforzaron la confianza y contribuyeron a que, como promedio, la incertidumbre del mercado se mantuviera baja durante el segundo semestre, por lo cual puede plantearse que la menor volatilidad con que cerró el año es también un reflejo de la mayor estabilidad de los “*fundamentals*”. (BIS, 2014b).

En cuanto al impacto de las políticas monetarias en los últimos meses del año, la prolongación de la relajación cuantitativa por parte de la FED, los anuncios de nuevas disposiciones para la expansión de la liquidez por el Banco de Inglaterra y el de Japón y, especialmente, la adopción de un amplio paquete de medidas, convencionales y no convencionales, por parte del BCE, estimularon los precios de los activos y le dieron un impulso adicional al mercado después del tercer trimestre. De ese modo, se corroboró el papel primordial de las autoridades monetarias centrales en la trayectoria corriente y futura de los mercados financieros, y nuevamente, se puso en evidencia que no solo resulta determinante la aplicación efectiva de medidas, sino que basta su notificación para provocar conmociones financieras.¹⁹ (Blanchard, 2014)



Fuente: BIS, 2014b

¹⁸ En relación a varias de las naciones que conforman los BRICS, numerosos informes de organismos financieros internacionales y de entidades bancarias, alertaron sobre la existencia de importantes problemas, entre ellos: creación de burbujas financieras en China; caída del crecimiento en Brasil y la creciente vulnerabilidad de Rusia por los bajos precios del petróleo y el gas, y el conflicto político-militar en el que está involucrada.

¹⁹ Debido a su gran credibilidad, es frecuente que los bancos centrales puedan solamente con comunicados (“operaciones de viva voz”) manejar las expectativas de agentes económicos, como las empresas y los consumidores.

No obstante, otros acontecimientos que tuvieron lugar durante el año alimentaron expectativas múltiples acerca de la acción de los más importantes bancos centrales. En el primer semestre, cumpliendo lo anunciado a fines del 2013 y con una percepción favorable sobre el empleo y la economía, la FED comenzó su política de retiro gradual del estímulo monetario y a mediados de año las compras de activos se habían reducido de un máximo de 85 000 millones de dólares a 35 000 millones, y en diciembre a 15 000 millones. Esta evolución, exacerbó las dudas de los inversionistas en relación al curso futuro de la política monetaria de los EEUU y ante su quehacer menos acomodaticio, anticiparon reducciones en las tasas de interés oficiales, medida que fue descartada posteriormente por la FED. (BIS, 2014b)

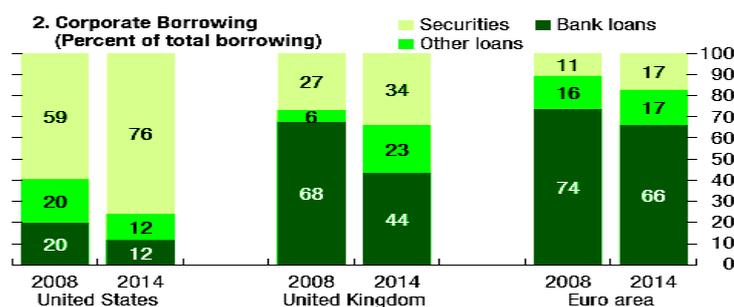
En contraste, el BCE ahondó su política expansiva con la disminución de las tasas de interés para sus operaciones de financiación, la realización de novedosos programas de compras de bonos, las operaciones de refinanciación a largo plazo para el sistema bancario (T-LTRO), y la noticia de nuevos programas en el 2015 consistentes en compras de deuda pública y corporativa, y de cédulas hipotecarias.²⁰ Las medidas más drásticas adoptadas por la entidad europea durante el segundo semestre fueron análogas a las tomadas por la FED tiempos atrás y se justificaron por tres razones fundamentales. (Bankinter, 2014a y b)

La primera, por el estado de los indicadores fundamentales de la Eurozona que experimentaba una lenta recuperación caracterizada por bajos ritmos de crecimiento y un alto desempleo entre los jóvenes, principalmente en el área periférica; segunda, por el nivel tan bajo de la tasa de inflación, inferior al objetivo de política monetaria y con una tendencia descendente desde el 2011, que exigía un aumento del crédito para poder garantizar el crecimiento en los próximos años; y la tercera, porque los bancos constituyen la fuente de financiación fundamental del sector empresarial europeo de ahí la especial importancia de programas que fortalezcan sus precarios los balances bancarios y reduzcan su vulnerabilidad frente a distintos riesgos.²¹

²⁰ A comienzos de septiembre, el BCE redujo la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación en 10 puntos básicos, hasta el 0,05%, y la tasa de la facilidad de depósito hasta el -0,20%. Asimismo, se anunció la compra de bonos de titulización de activos y la de bonos garantizados denominados en euros emitidos por instituciones financieras monetarias radicadas en la UEM. (Bankinter, 2014b)

²¹ El índice de bancarización en Europa es muy alto. Se plantea que aproximadamente el 80,0% de la financiación de las empresas europeas es canalizado a través del sistema bancario en contraposición a las compañías norteamericanas de mayor tamaño y con mayor acceso al mercado de capitales. (Bankinter, 2014b)

Gráfico 6
Fuentes alternativas de crédito para corporaciones en EEUU, Inglaterra y la UEM



Fuente: FMI, 2014.

Aunque en general, la política monetaria de las naciones desarrolladas aportó positivamente al crecimiento y saneamiento de instituciones financieras, ya sea con el empleo de medidas ultra laxas para crear liquidez o manteniendo tipos de interés casi negativos, simultáneamente generaba una dinámica de mercado que resultaba muy peligrosa para la estabilidad futura del sistema monetario y financiero internacional.

En ese sentido, fue evidente como la búsqueda de rentabilidad en un contexto de bajas tasas de interés y mayores márgenes para operar, incitó los excesos financieros en agentes de mercado que, básicamente, continuaron operando al margen de regulaciones de tipo micro y macroprudencial y que, con su mayor apetito de riesgo y disposición al apalancamiento, provocaron movimientos erráticos en los precios de los activos y el crédito, y cambios súbitos en los flujos de cartera. (FMI, 2014)

Fue el caso de numerosos inversionistas fuertemente apalancados que, previendo incrementos en las tasas de interés de largo plazo, mantenían desde principios de año importantes posiciones cortas netas en futuros sobre eurodólares y ante la poca probabilidad de endurecimiento de la política de la FED, comenzaron a cancelar sus posiciones a fines de septiembre. Cuando a mediados de octubre continuaba siendo elevada la exposición y algunos intentaron reducirlas rápidamente fue que la “liquidez se evaporó” y el mercado cayó. (BIS, 2014a)

Entonces, para evaluar que tan exitosas han sido las políticas hay que trascender el ámbito macro en el corto plazo y ponderar sus beneficios y riesgos para la estabilidad financiera a medio y largo plazo. Subestimar el hecho de que alimentan auges financieros donde se acumulan desequilibrios intertemporales y sectoriales (hogares, empresas, bancos y gobiernos) relativos a deuda e inversión, es un grave error.²²

Aunque recuperaron parte de su solidez mediante el reforzamiento del capital y la reorientación de las carteras de negocios, aun quedaba mucho por hacer para la reestructuración y saneamiento de los sistemas bancarios que se caracterizaban por un alto

²² Asignación ineficiente del crédito, reducción artificial de costos, estímulo al endeudamiento del sector privado, incremento de desequilibrios públicos, presiones inflacionarias y riesgo moral, son importantes y nocivas consecuencias que pueden traer aparejadas políticas monetarias expansivas durante un tiempo prolongado.

apalancamiento, carteras vencidas, elevada exposición a prestatarios dudosos públicos y privados, bajos rendimientos de capital y como efecto neto, por la fragilidad en sus balances.

A pesar de la tendencia alcista de la capitalización bursátil de entidades bancarias, gracias al esfuerzo por captar capital tras la crisis financiera internacional, su capacidad para cubrir pérdidas futuras era cuestionable por el alto porcentaje de activos no redituables que no reconocían. Tal estado de cosas suscitaba una percepción poco favorable en relación a la banca, que se expresó en las bajas calificaciones de esas instituciones sin considerar las garantías explícitas o implícitas que brinda la casa matriz o las autoridades monetarias centrales. Asimismo, el escepticismo reinante en el mercado se reflejó en los elevados diferenciales de deuda bancaria, en especial para bancos de la zona euro y los mayores costos de financiamiento respecto a otros intermediarios financieros. (BIS, 2014c)

A partir de la crisis, se produjo un significativo incremento de la deuda ajena a los balances bancarios canalizada por la llamada *shadow banking* o sistema bancario paralelo, que en mejores condiciones de liquidez y con menores restricciones normativas puede suplir las limitaciones de la banca tradicional.²³ El caso de los EEUU resultaba muy notorio en cuanto al peso de este tipo de institución respecto a los activos controlados por bancos y el de Inglaterra por el peso que tiene respecto al PIB.

Los cambios en la estructura del financiamiento internacional que provoca este fenómeno tiene matices preocupantes por el hecho que las instituciones que califican en esa categoría se caracterizan por una alta concentración de activos de riesgo, inversiones muy volátiles, estructuras de liquidez vulnerables y mecanismos de arbitrajes muy agresivos que escapan de la regulación bancaria, todo lo cual exacerba la sensibilidad de los mercados crediticios y comprometen la estabilidad financiera global. (FMI, 2014)

Fondos de inversión, sociedades gestoras de activos, fondos de cobertura (hedge funds) y otros inversionistas institucionales, cobraron gran relevancia como suministradores de crédito en los últimos años y en el 2014 fueron, como antes se indicó, los responsables del mayor riesgo de mercado y de liquidez que experimentaron las diferentes plazas financieras del mundo.

En resumen, aunque el clima predominante en los mercados financieros internacionales en el 2014 fue de relativa estabilidad y menor riesgo en un contexto de abundante liquidez y políticas monetarias expansivas en las principales economías industrializadas, también la creciente búsqueda de rentabilidad por parte de determinados inversionistas institucionales con un apetito desmedido de riesgo fue otro elemento importante que los caracterizó. Así, la menor volatilidad e incertidumbre que hicieron que el panorama financiero fuese más alentador que años anteriores se vio empañada por la presencia de factores potencialmente destructivos para la estabilidad futura de los mercados.

²³ La proporción de instrumentos de crédito mantenidos en carteras de fondos de inversión se duplicó desde 2007 y en el 2014 ascendía al 27% de la deuda mundial de alto rendimiento. (FMI, 2014)

2015- 2018: VOLATILIDAD E INCERTIDUMBRE RECURRENTE

Los factores más influyentes en las decisiones de los inversionistas y en la trayectoria de los mercados financieros en el 2015 podrían agruparse en dos categorías: de tipo macroeconómico y de política monetaria. Los primeros referidos al desempeño de la UEM, EEUU, Japón y sobre todo a los mercados emergentes y los segundos, a la evolución real y esperada de la política monetaria de la FED y el BCE. No obstante, otros de naturaleza diferente también aportaron muchas dudas e incertidumbre al mercado, como fueron los ataques terroristas en Francia, las presiones migratorias en Europa y las tensiones geopolíticas con Rusia.

Las expectativas sobre el ciclo económico global no fueron positivas por varias razones: la desaceleración de China que arrastró consigo a otras economías emergentes que ya de por sí tenían serias dificultades, la pérdida de impulso de la economía norteamericana, los pobres resultados en Japón de los llamados “Abenomics” y, por último, la situación de Europa con un crecimiento apuntalado por la política del BCE y los bajos precios del petróleo, pero aún con elevado desempleo, fuerte deuda empresarial, abultada cartera de préstamos bancarios en mora y una Grecia que estuvo, una vez más, al borde del colapso.

A inicios de junio venció el plazo para pagar los 1600 millones de euros que Grecia debía a la Troika de acreedores (FMI, BCE y la Comisión Europea) y se convirtió en el primer país desarrollado en entrar en mora con el FMI, siendo su impago uno de los mayores de la historia del organismo multilateral.

Los antecedentes de esta situación se ubican en el 2010 cuando la Troika realizó el primer rescate para evitar que el país cayera en default y a partir de entonces los desembolsos financieros realizados estuvieron condicionados a severas medidas de austeridad como recortes de gastos públicos, reformas al sistema de pensiones y mercado laboral e incrementos de impuestos. Como resultado, la situación de Grecia se tornó muy compleja desde el punto de vista económico y social.

En ese contexto, el gobierno encabezado por Alexis Tsipras del partido de izquierda Syriza, intentó en varias oportunidades renegociar con el Eurogrupo para obtener el financiamiento en condiciones menos lacerantes, y al no lograrlo tomó medidas para contener el caos financiero, entre ellas el control de capitales o corralito griego. Más adelante, ya casi en el límite de tiempo para pagar la deuda con el FMI, solicitó al Mecanismo Europeo de Estabilidad un nuevo rescate y la prórroga del programa aún vigente para evitar el “impago técnico” de la deuda contraída, pero la petición fue denegada.

Ante tal negativa, las autoridades nacionales llevaron a consulta popular la decisión de aceptar o no la propuesta del Eurogrupo respecto a que otro rescate implicaría nuevas medidas de austeridad. El Referéndum se celebró el 5 de julio y el resultado fue una rotunda victoria del NO a los nuevos recortes solicitados por los acreedores.

El amplio apoyo popular concedió legitimidad al gobierno para continuar las negociaciones con las instituciones europeas y el FMI, haciendo valer sus propuestas de alivio de deuda y mayores períodos de gracia, e incluso para asumir una posición más radical teniendo en cuenta la gravedad de la crisis económica que atravesaba el país. Sin embargo, pocos días después la Unión Europea anunció un nuevo acuerdo de rescate de Grecia que se haría efectivo solo si el gobierno de Tsipras aprobaba varias leyes que introdujesen duras reformas en el ámbito laboral, de la seguridad social y la propiedad. (Bankinter, 2015)

Frente a las exigencias de la Troika, las autoridades griegas se mostraron divididas, los trabajadores anunciaron huelgas y una gran cantidad de ciudadanos salieron a las calles. Asimismo, muchos diputados del partido gobernante manifestaron su disconformidad y no pocos consideraron el acuerdo alcanzado como una capitulación. Ante las fuertes críticas, el presidente alegó que se accedió para evitar la aplicación de planes más extremos impulsados por las fuerzas ultraconservadoras europeas que quieren ver a Grecia fuera de la UEM.

Después que el parlamento griego aprobara, a fines de julio, las reformas internas exigidas por los acreedores, se inició el proceso para concretar el préstamo de rescate que fue aceptado finalmente en agosto.²⁴

Además de Grecia, otro tema preocupante que avivó el debate sobre cuestiones macroeconómicas durante el año 2015 fue la situación de las economías emergentes que luego de ser consideradas un motor de crecimiento económico tras la crisis financiera, se convirtieron en fuente de problemas para la estabilidad financiera mundial. Gran parte de la atención de los agentes inversionistas se centró en ellas debido a la fragilidad que exhibieron ante la trayectoria de las tasas de interés, los tipos de cambio y el precio de sus exportaciones en los mercados internacionales. (Banco Mundial, 2015)

Las condiciones financieras más laxas que prevalecieron en el mercado durante varios años unidas a las positivas perspectivas de crecimiento económico, estimularon un fuerte incremento del crédito externo en muchos mercados emergentes, como es el caso de los BRICS donde el cociente crédito/PIB creció cerca del 25% en promedio desde el 2010 y en los que el nivel de endeudamiento privado (hogares y empresas) se disparó a partir del 2013. (BIS, 2015a). Esa mayor exposición en moneda extranjera, particularmente en dólares, los colocaba en una posición muy vulnerable frente a la apreciación del dólar, la posibilidad de un alza de la tasa de interés estadounidense y la fuga de capitales.²⁵

²⁴ Al cierre del año, el riesgo total de la Eurozona con Grecia se estimaba en 400.000 millones de euros a los que habría que sumar otros 105000 millones de deuda con acreedores no europeos. En esos 400.000 millones de euros se incluyen los desembolsos realizados a través de diferentes programas de financiamiento de la Unión Europea y el BCE, préstamos bilaterales de países miembros y los 85.000 millones correspondientes al tercer rescate.

²⁵ La alta sensibilidad a la modificación de la política monetaria estadounidense era muy preocupante pues cualquier apreciación adicional del dólar y el anunciado despegue de las tasas de interés incrementaría el

Para las grandes corporaciones de las economías emergentes que habían emitido en periodos recientes volúmenes significativos de deuda en el mercado internacional, el incremento de riesgo fue elevado. El coeficiente de apalancamiento de estas empresas aumentó y alcanzó su mayor nivel en 10 años superando al de empresas de países desarrollados. (BIS, 2015a).

En particular, el riesgo crediticio se incrementó para naciones productoras de petróleo y materias primas pues los bajos precios de estos productos en el mercado mundial generaron una fuerte caída en el valor de sus activos al tiempo que se producían rápidas depreciaciones de sus monedas nacionales, con lo cual se deprimió mucho la capacidad para enfrentar sus obligaciones financieras externas.²⁶ (Druck, Magud, y Mariscal, R, 2015).

En general, salvo la India, los más representativos mercados emergentes mostraron un pobre desempeño económico caracterizado por desequilibrios internos, ausencia de reformas estructurales, elevado endeudamiento y fuertes déficit en cuenta corriente. China, el referente más importante para el mercado, no pudo estabilizar su economía y desaceleró su crecimiento, siendo el sector inmobiliario el eslabón más débil de una cadena cada vez más frágil como lo reflejó la caída de la bolsa en agosto; Brasil, con su problema de inflación al que se le añadió una severa fragilidad política; y Rusia, aislada económicamente tras su intervención militar en Ucrania, siguió muy vulnerable financieramente debido al abaratamiento del petróleo.

El otro factor explicativo del panorama financiero fueron una vez más las políticas monetarias, cuyas divergencias patentes desde fines del 2014 constituyeron causa fundamental del cruce de expectativas e incremento de la volatilidad de los mercados. Durante el 2015 la situación no se modificó y las políticas aplicadas por los bancos centrales de las principales economías continuaron ostentando diferencias, aún y cuando todas mantuvieron su carácter expansivo.

En contraposición con la llamada “estrategia de liquidez” que siguió funcionando en la Eurozona con el claro propósito de reactivar la economía más rápidamente y la aspiración de que, como en EEUU y el Reino Unido, la expansión cuantitativa del BCE fomentara el crecimiento y el empleo, la FED declaró en varias oportunidades su intención de subir el interés y dar un giro al manejo monetario con la finalidad básica de reforzar la “salud” del sistema financiero norteamericano todavía vulnerable por la concentración de riesgos de liquidez y solvencia, especialmente en las actividades del sector no bancario que incluye a los agentes financieros que entran en la categoría de banca paralela o *shadow banking*. (FMI, 2015c)

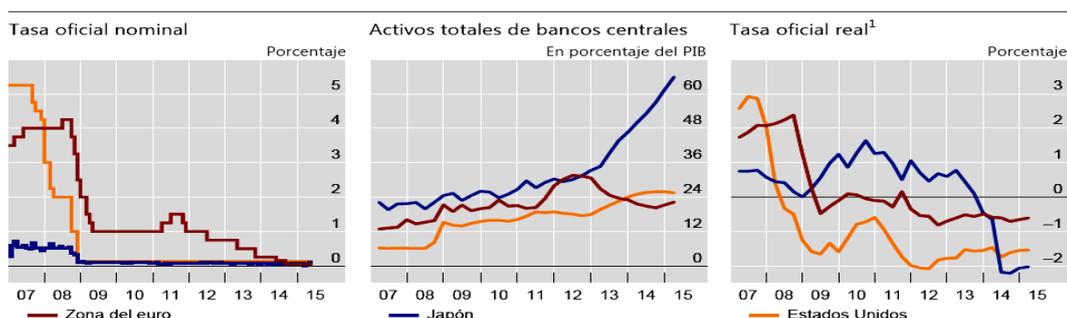
costo del servicio de la deuda, generaría salida de capitales y podría derivar en crisis financiera tal como sucedió en las décadas del ochenta y noventa al endurecerse la política de la FED.

²⁶ Fue el caso de Argentina, Brasil, Nigeria, Sudáfrica y Venezuela cuya capacidad para amortizar deudas sufrió un fuerte deterioro. (FMI, 2015a, b)

Aunque circunstancias externas no favorables, sobre todo asociadas a la crisis griega, y otros factores endógenos como la desaceleración del PIB estadounidense, frenaron la variación de los intereses y no fue hasta diciembre que se produjo un leve incremento (0.25%) de los mismos, las expectativas de endurecimiento de la política monetaria estadounidense estuvieron latentes durante todo el año. Particularmente intensas, lo fueron en el cuarto trimestre tras la difusión a fines de octubre del comunicado final de la reunión del FCOM con un tono muy restrictivo y luego, en noviembre al publicarse datos de empleo más favorables que los previstos. (BIS, 2015b)

A pesar de las divergencias, como reconociera el BIS en su informe anual de junio del 2015, las políticas seguían siendo “excepcionalmente acomodaticias” y numerosos bancos centrales le conferían cada vez un signo más expansivo o retardaban su endurecimiento. El mismo informe admitió que nunca antes se habían observado niveles tan bajos de tasas de interés durante tanto tiempo, y que las tasas oficiales eran inferiores, tanto en términos nominales como reales, a las del momento más crítico de la crisis financiera del 2008. (BIS, 2015b)

Gráfico 7
Tasas de interés y activos de bancos centrales



¹ Tasa oficial nominal menos inflación de precios de consumo, excluidos alimentos y energía.

Fuente: BIS, 2015b

Crecientes desequilibrios financieros a nivel mundial estuvieron asociados con la permanencia de las políticas muy laxas o acomodaticias. Uno de éstos fue el incremento del precio de activos internacionales (deuda, índices bursátiles, etc) por el mayor apetito de riesgo de los inversionistas buscando un mejor retorno del capital invertido, y como resultado, el aumento de la exposición de éstos a activos de alto riesgo.

La menor rentabilidad de las deudas públicas por el manteniendo de políticas expansivas, incitó la urgente búsqueda de rendimiento lo que forjó un ambiente artificial de bonanza en el que las cotizaciones bursátiles alcanzaron máximos récord a pesar que las perspectivas macroeconómicas no eran muy favorables. Asimismo, la proporción de créditos concedidos a prestatarios muy endeudados y de dudosa solvencia, en el mercado de préstamos sindicados, creció casi un 40% en el segundo trimestre del año. (BIS, 2015b)

A mediados de año los mercados bursátiles mostraron una agitación y pérdidas en niveles no vistos desde hacia varios años. Las plazas de mercados emergentes cayeron

abruptamente y el éxodo de capitales, por el temor a una crisis, originó nuevas depreciaciones de sus monedas. El retorno a la “normalidad” se logró a medida que el mercado cambiario y de valores chino que había sido el núcleo de las perturbaciones, se estabilizaba y adicionalmente, la FED no materializaba el alza de intereses que parecía inminente en septiembre y el BCE mostraba en octubre su disposición a realizar nuevos estímulos monetarios adicionales.

Comenzando el último trimestre mejoró el clima de confianza, los mercados de activos despuntaron con la recuperación de pérdidas en el segmento de renta variable europea y estadounidense y de las acciones chinas. También se redujeron los rendimientos en el mercado de obligaciones, tanto el de letras del Tesoro de EEUU como los de deuda pública de naciones de la UEM. Globalmente, disminuyó la volatilidad. (BIS, 2015a)

Pero la calma fue fugaz pues el temor al alza de interés en EEUU, activado por la reunión del FCOM del 28 de octubre y las mejores perspectivas de empleo, indujo otra escalada del rendimiento en los valores del Tesoro, llegando a registrarse aumentos sin precedentes desde mayo del 2013 cuando la FED anunció el repliegue de su expansión cuantitativa, hecho conocido como “*taper tantrum*”. Asimismo, aunque en menor medida, las cotizaciones bursátiles sufrieron alteraciones.

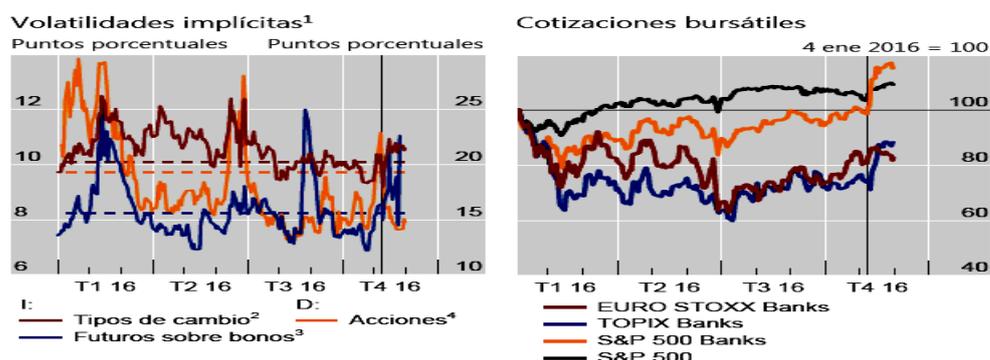
El mercado de divisas, que durante todo el año reflejó claramente las diferentes expectativas acerca de las políticas monetarias de la UEM y EEUU empujando al dólar y al euro en direcciones opuestas a favor del primero, experimentó también en los últimos meses una fuerte volatilidad de las principales cotizaciones. El atractivo de los activos en dólares estadounidenses y por ende su apreciación, cobró un fuerte impulso a medida que las autoridades europeas concretaban el programa de compra de activos a gran escala y paralelamente, el mercado asumía el endurecimiento de la postura de la FED como algo inevitable.²⁷

Así, la alta sensibilidad a la trayectoria de las políticas de los principales bancos centrales del mundo, la evolución macro de las economías desarrolladas y los síntomas de debilidad económica en los mercados emergentes, especialmente de China, marcaban el rumbo oscilante de los mercados financieros a inicios del 2016. Regía un ambiente de volatilidad por la acción de inversionistas que, ávidos de mayor rentabilidad, mantenían una alta exposición al riesgo y como resultado provocaban alzas de precios de los activos que avivaban el clima de desconfianza respecto a los riesgos subyacentes.

Pero los cambios efectuados y las previsiones en materia de políticas monetarias de la Unión Europea, Japón y EEUU, así como las mejores perspectivas de crecimiento mundial, explicaron que paulatinamente remitiera la volatilidad y se produjera una recuperación del mercado manifiesta en subidas de los índices bursátiles y reanudación del flujo de inversión en cartera hacia las economías de mercados emergentes. (BIS, 2016a)

²⁷ La depreciación del euro durante los 11 primeros meses del año fue superior al 10%, mientras el dólar exhibió una persistente apreciación y a comienzos de noviembre, escaló hasta un máximo de siete meses frente a las divisas de las economías desarrolladas. (BIS, 2015a)

Gráfico 8
Mercados Financieros Internacionales (*)



(*) La línea vertical indica el 8 de noviembre, día de las elecciones presidenciales en EE.UU.

Fuente: BIS, 2016b.

La situación de relativa estabilidad se mantuvo hasta junio cuando se produjo el referéndum británico.²⁸ A la oleada de optimismo que impulsó el alza de los activos en las bolsas europeas y del Reino Unido en los días previos a la celebración del evento, le siguió un reajuste rápido de los precios al conocerse el resultado y los principales índices en las bolsas de las economías desarrolladas cayeron, la libra se derrumbó y el dólar se apreció frente a casi todas las monedas. La reacción del mercado no fue más intensa por el inmediato anuncio de los bancos centrales (FED, BCE y de Inglaterra) de su disposición de inyectar liquidez y garantizar el normal funcionamiento del mercado. (BIS, 2016b)

Meses después del Brexit, otro evento de carácter político pero en el lado opuesto del Atlántico, alteró nuevamente al mercado. Las elecciones presidenciales en los EE.UU. generaron previamente nerviosismo y luego, por su sorprendente resultado, convulsiones en los precios de las acciones, las cotizaciones de las divisas y los diferenciales de riesgo de los títulos. (Ver gráfico 8).²⁹

A fines de año, se percibía en general un reestablecimiento de la confianza del mercado sobre todo en los de renta variable de los países desarrollados por la mejoría mostrada en los datos macroeconómicos, en especial de Europa y EE.UU. donde el consumo privado, el mercado laboral y el sector externo recobraron dinamismo. En diciembre, a pesar de la incertidumbre política que despertó la elección de Trump, los mercados apostaban por los beneficios que representan sus promesas de expansión fiscal y de desregulación económica; asimismo aunque en Europa, el Brexit siguió pesando negativamente al igual que los procesos electorales que tenían lugar en varios países del continente, las políticas de los bancos centrales fueron determinantes para aliviar la desconfianza y hacer que el año terminase sin grandes perturbaciones. (Bankinter, 2017)

²⁸ El 23 de junio se realizó en Gran Bretaña un referéndum para decidir si la nación europea continuaba o no en la Unión Europea. El resultado fue la salida del esquema integracionista europeo.

²⁹ Durante la propia noche de las elecciones, los futuros del S&P 500 se desplomaron hasta un 6%, los rendimientos de la deuda del Tesoro a 10 años cayeron casi 20 puntos básicos y el dólar se depreció un 2% frente a una cesta de monedas. (BIS, 2016c)

Efectivamente, a pesar de ciertos acontecimientos que por momentos generaron fuertes turbulencias en los mercados bursátiles, bancarios y de divisas, en el 2016 se percibió una paulatina disminución del nivel de riesgos que a corto plazo atentan contra la estabilidad financiera internacional. A favor del ambiente más distendido pueden señalarse dos cuestiones básicas: las mejores perspectivas de crecimiento en mercados emergentes y las menores tensiones en las economías de la Eurozona y de EEUU debido principalmente al mantenimiento de políticas monetarias muy expansivas. (FMI, 2016a, b)

Particularmente, fue sorprendente la actuación del BCE por las nuevas medidas que anunció en el mes de marzo. Estas comprendieron principalmente: la disminución del tipo de interés director o de crédito desde el 0,05% hasta el 0%; la ampliación de las tasas negativas para depósitos; el abaratamiento de la liquidez de emergencia del 0,30% al 0,25%; el incremento del programa de compra de activos o expansión cuantitativa desde 60 000 millones de euros hasta 80 000 millones € mensuales y el lanzamiento de nuevas operaciones de refinanciación para las instituciones bancarias (las llamadas TLTROs) a partir de junio. (Bankinter, 2016a)

Al ser divulgadas, no pocos analistas financieros consideraron que Draghi, presidente del BCE, no solo asumía un riesgo importante sino que incluso desafiaba ciertos preceptos de la teoría económica al instrumentar tipos de crédito negativos.³⁰ Sin embargo, reconocieron que en lo inmediato podían ser muy efectivas teniendo en cuenta la crítica situación prevaleciente en el sistema bancario y financiero de la zona monetaria europea.

Realmente, así lo interpretó el mercado y no tardaron en ponerse de manifiesto los efectos positivos de las mejores expectativas del ciclo económico europeo en la banca, los rendimientos de deuda soberana y corporativa, y la cotización de la moneda común. La visión sobre la vulnerabilidad bancaria cambió para bien y el sector ganó atractivo al igual que los bonos y los títulos de renta variable, con la ampliación del programa de compra de activos y la reducción del costo de las deudas.³¹

A mediados de año, con el resultado del Brexit, se acentuó aún más el sesgo expansivo de las políticas monetarias en las más importantes economías desarrolladas. El BCE, percibiendo un mayor nivel de riesgo para la economía comunitaria tras la salida de Inglaterra, corroboró niveles muy bajos para las tasas de interés oficiales y la prolongación del programa de compra de activos; Inglaterra rebajó sus tasas hasta un 0,25% y amplió el esquema de compra de deudas y de financiación para el sistema bancario; EEUU, luego de conocerse el resultado del referéndum, desaceleró el ritmo de futuros incrementos de intereses de los fondos federales; y Japón anunció a fines del mes de julio la extensión de

³⁰ Por los riesgos que asumió con la aplicación de tasas de crédito negativas, algunos analistas plantearon que Draghi cruzó su propio “Rubicón”, en analogía con la hazaña realizada hace 21 siglos por César Augusto al cruzar el río (llamado así) que marcaba la frontera entre Italia y la Galia y emprender el camino de regreso a Roma sin autorización del Senado. (Bankinter, 2016^a)

³¹ No obstante, el sesgo claramente hacia la oferta de las medidas, no solo restringía su impacto pro cíclico sino, además, desincentivaba a los gobiernos europeos a tomar decisiones de tipo fiscal para estimular la demanda, como podría ser la reducción de impuestos o la reestructuración de los sistemas recaudatorios y así favorecer la inversión productiva y no el gasto corriente.

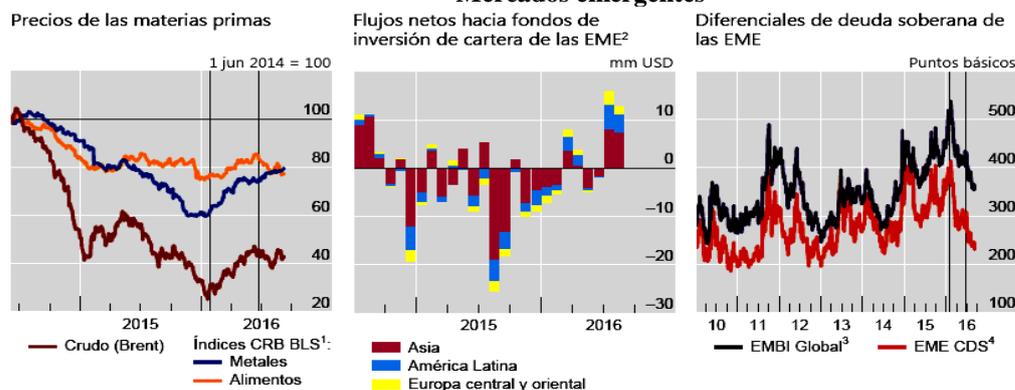
su programa de relajación cualitativa y cuantitativa para la compra de deuda pública y el financiamiento de la banca japonesa. (BIS, 2016b)

Asimismo, el desempeño de los mercados emergentes continuó representando un factor estratégico en la orientación del flujo financiero y la conformación de precios y rentabilidades en las bolsas y mercados de deuda del mundo, corroborando así el peso de dichas naciones en el comercio y las finanzas.³²

Tras un año 2015 muy difícil, en el que estas naciones exhibieron un elevado riesgo económico y financiero producto de factores adversos como el descenso de los precios de productos básicos de exportación y la mayor restricción de la oferta crediticia, el 2016 comenzó con mejores perspectivas macroeconómicas gracias a la capacidad de resistencia mostrada por muchas de ellas y la recuperación que experimentaron los precios de las materias primas en el mercado mundial. Esa combinación hizo que a la par que disminuían sus primas de riesgo, se reanudara el flujo de capital hacia ellos.

Gráfico 9

Mercados emergentes



1. Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics.
2. Sumas mensuales de datos que incluyen flujos netos de inversión de cartera en renta fija y variable hacia mercados emergentes.
3. Diferenciales netos de garantías del Índice JPMorgan Chase.
4. Índice Emerging Markets, diferencial medio de contratos CDS.

Fuente: BIS, 2016b.

A medida que transcurrió el 2016 y a pesar de las situaciones negativas que se observaban en Brasil y Rusia y las propias tensiones en China, daba la impresión que para el conjunto de economías emergentes se iniciaba una etapa de consolidación del progreso en un contexto de financiación abundante y barata que estimulaba el crecimiento. Hasta finales de octubre, las naciones emergentes se veían beneficiadas por un clima de mayor confianza de los inversionistas y la renta variable y los tipos de cambio se mantuvieron estables, mientras la emisión de deuda por prestatarios emergentes continuaba a un ritmo sostenido durante el segundo y el tercer trimestre. (BIS, 2016b)

³² Su creciente integración financiera hace que su desempeño macro y las políticas económicas que aplican tengan un impacto cada vez mayor en los rendimientos accionarios y los tipos de cambio de las economías más desarrolladas. Los shocks originados en ellos explican más de un tercio de la variación de los rendimientos de los activos de las naciones desarrolladas. (FMI, 2016^a)

Pero las elecciones estadounidenses en noviembre provocaron un viraje del clima optimista para estas naciones por el fuerte deterioro que provocaron en la confianza de los inversores. Salida de fondos de gran magnitud durante los días posteriores al evento, incluso superior a las que tuvieron lugar cuando la FED anunció el repliegue de su expansión cuantitativa en el 2013, fuertes depreciaciones monetarias en algunas de estas economías, ampliación de los diferenciales de rendimiento y la caída de los mercados bursátiles fueron importantes manifestaciones del cambio.³³

A fines de año, todavía reinaba la incertidumbre en el mercado respecto al futuro de las economías emergentes. El criterio de mayor vulnerabilidad se asentaba en predicciones relacionadas tanto con factores exógenos a las mismas como son los mayores rendimientos en las economías desarrolladas, la apreciación del dólar y la aplicación de medidas proteccionistas por parte de la nueva administración estadounidense, como en factores endógenos referidos al elevado nivel de endeudamiento corporativo en dólares y la rápida expansión del crédito interno. Y si la reacción del Mercado no fue más violenta se debe a que también se originaron expectativas favorables en relación a la recuperación de la economía norteamericana y los beneficios que ello traería por la mayor demanda de materias primas.³⁴

Por último, para tener una visión objetiva en materia de mercados financieros es necesario hacer referencia al sector bancario que siguió siendo el más vulnerable en el 2016.

Si bien los bancos de las economías más desarrolladas continuaron avanzando en el proceso de saneamiento de sus balances e incrementaron sus niveles de capitalización y liquidez, todavía eran objeto de presiones en el mercado dadas las dudas prevalecientes en torno a la sostenibilidad de su rentabilidad y la cartera de préstamos en mora que seguía siendo abultada. En ese sentido, una de las regiones más afectadas era la zona euro donde la rentabilidad bancaria se veía restringida por el excesivo volumen de crédito en mora, además de otros factores de tipo estructural.

Adicionalmente, a las medidas para reducir la morosidad crediticia, se requieren otras que permitan corregir las deficiencias de capital de los bancos débiles, acelerar la recuperación de activos y facilitar procedimientos de insolvencia más fluidos, entre otras cuestiones prioritarias. En particular, el tema de la suficiencia de capital para garantizar la resiliencia

³³ En América Latina los mercados cambiarios sufrieron una gran volatilidad, debido a las declaraciones, primero del candidato y luego del nuevo presidente de EEUU, sobre el libre comercio, el impuesto a las remesas y la política migratoria. Desde las elecciones todas las monedas latinas perdieron frente al dólar, salvo el sol peruano y el peso colombiano. (Ugarteche, 2017)

³⁴ El índice CRB de materias primas se apreció en 2016 aproximadamente un 43%, y la recuperación fue especialmente rápida desde la victoria de Trump. Pero dicha recuperación no favorece simétricamente a los emergentes; los más favorecidos son los productores como los países latinoamericanos, mientras que los emergentes asiáticos quedan generalmente al margen debido a que más bien son consumidores de materias primas. Por ejemplo, el aumento temporal de los precios del cobre, petróleo, oro y plata fue un gran soporte para las divisas de países mineros y petroleros de América Latina. (Huidrom, Kose y Ohnsorge, 2016)

bancaria continuaba siendo objeto de fuerte atención de las autoridades nacionales e internacionales en el marco de Basilea III.³⁵

En condiciones de reducidas tasas de crecimiento e interés, constituye un gran reto para los bancos alcanzar la solidez financiera, y peor aún si se enfrentan a un cambiante marco regulatorio y de mercado. El FMI estimó que, dado el prolongado período de bajos intereses, una recuperación cíclica no resolverá el problema de la rentabilidad y más del 25% de los bancos de las economías avanzadas seguirían en situación de debilidad y enfrentarían retos estructurales significativos que exigirán profundas reformas en el sector. (FMI, 2016b)

Es esa una de las razones por las que, en varios momentos del año, mientras los mercados bursátiles alcanzaban máximos, las acciones bancarias no lo hicieron e incluso cayeron, especialmente las de bancos europeos. Los pronósticos de débil crecimiento económico y la inseguridad que generó el Brexit en esa zona geográfica, llevaron a un desplome sin precedentes de las cotizaciones bancarias a mediados del año.³⁶

No hay dudas que el Brexit fue una muy mala noticia para Europa en términos de competitividad de mercados financieros a nivel global, pero los ánimos se calmaron y la situación mejoró con el paquete de estímulos aplicado por el Banco Central de Inglaterra en agosto, que hizo que las acciones bancarias británicas lograran recuperar sus niveles previos al referéndum.

Gráfico 10
Impacto Brexit en el sector bancario



Las líneas verticales indican el 23 de junio (día del referéndum en el Reino Unido) y el 29 de julio cuando se anunciaron los resultados de pruebas de tensión bancaria en la UE.

1. Para bancos. 2. Índice mensual de noticias europeas.

Fuente: BIS, 2016b.

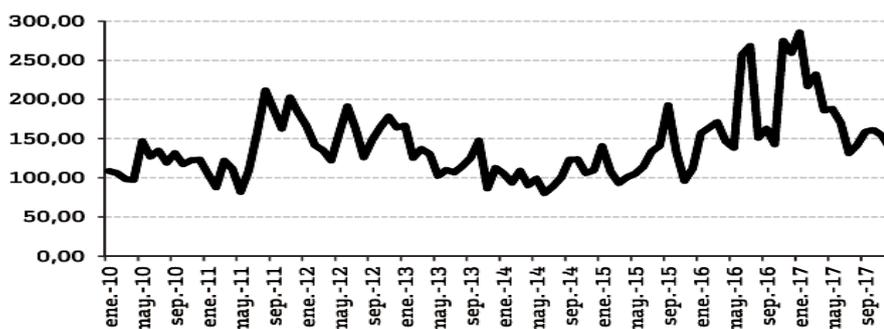
³⁵ Las primeras normas, denominadas Basilea I, exigían a los bancos coeficientes de capital mínimos de 8%; posteriormente a comienzos de la década de 2000, se implementa Basilea II que les permitía a los bancos determinar sus necesidades de capital, según ponderaciones de riesgos por activos; y al estallar la crisis en el 2008, se produce una nueva ronda de regulaciones sobre el capital, denominada Basilea III, que exige a los bancos una capitalización sustancialmente superior a la anterior: un mínimo de 11,5%, y hasta 15,5% para los activos ponderados según el riesgo. (Dagher, Dell’Ariccia, Ratnovski y Hui Tong, 2016)

³⁶ Al siguiente día de la votación, el índice EuroStoxx Banks tuvo una histórica caída del 18%; las acciones de bancos alemanes, españoles e italianos sufrieron pérdidas de dos dígitos, y también los bancos británicos se vieron muy afectados conforme progresaba la visión pesimista sobre el futuro económico de la nación. (BIS, 2016b)

En contraste con la banca europea y también la japonesa donde, por sus propias debilidades, tuvieron mayor resonancia los problemas del viejo continente, los bancos estadounidenses arrojaron durante el segundo del año resultados favorables. Las suposiciones de expansión cíclica, flexibilización de las regulaciones bancarias y elevación de las tasas de interés mantuvieron las cotizaciones bancarias en niveles altos de forma generalizada. (BIS, 2016b)

El año 2017 registró una aceleración del crecimiento económico tanto en los países desarrollados como en los emergentes más representativos, con lo cual disminuyó la incertidumbre económica global. El crecimiento fue más intenso y equilibrado a nivel mundial; la economía europea y la americana prácticamente se sincronizaron, y la japonesa se expandió por encima de las expectativas.³⁷ Por su parte, la mayor demanda de los desarrollados y el mejor precio de las materias primas estimuló el crecimiento en los emergentes. (Bankinter, 2018a)

Gráfico 11
Índice de incertidumbre económica global



Fuente: Bankinter, 2018a.

Aunque menos próspero y uniforme que el de las economías avanzadas, las emergentes exhibieron un comportamiento macroeconómico favorable en el 2017 impulsado por la fortaleza económica global y el aumento de los precios de las materias primas. Los fundamentos de los principales mercados en esta categoría de países mejoraron y sobre todo en el caso de China, se redujo parcialmente la preocupación de los inversionistas por los riesgos de inestabilidad financiera que afectaban al gigante asiático, los mismos que provocaron a inicios del año, fuertes salidas de capitales y derrumbe de las reservas nacionales en divisas. (Bankinter, 2018a), (Bankia, 2018)

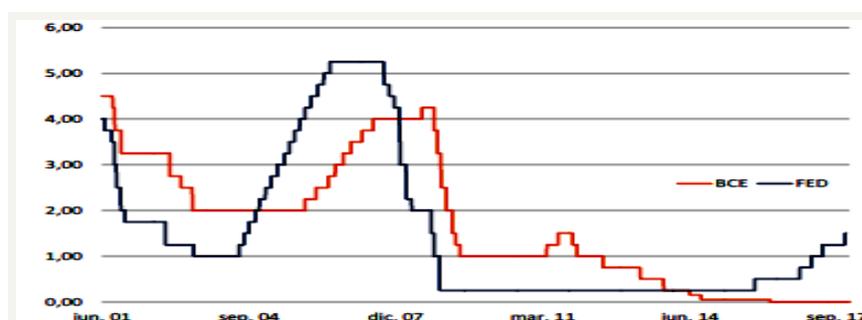
³⁷ En las naciones desarrolladas las cifras de consumo publicadas fueron excelentes y el gasto en inversión manifestó una recuperación; al mismo tiempo, los mercados laborales continuaron fortaleciéndose por el crecimiento sostenido tanto de la producción manufacturera como de los servicios (BIS, 2017b). En la zona euro el desempeño fue promisorio respecto a años anteriores, y la confianza económica, sustentada en un mejor comportamiento del empleo, la inversión y los beneficios empresariales, alcanzó niveles superiores a los prevalecientes antes de la crisis (BIS, 2017^a). Paralelamente, en EEUU los datos macroeconómicos y empresariales fueron positivos y superaron las expectativas; el PIB creció a un buen ritmo a pesar de los efectos negativos de los huracanes que azotaron el país y el desempleo cayó en niveles sin precedentes desde el 2001. (Bankinter, 2018^a, 2018b)

La debilidad del dólar estadounidense en el período también ejerció un efecto benévolo sobre estas economías que, con la apreciación de sus monedas nacionales, vieron relajadas las restricciones financieras por el abaratamiento del servicio de sus deudas pública y corporativa y con ello, disminuida la vulnerabilidad externa y el riesgo país. El incremento del atractivo como objeto de inversión por las menores primas de riesgo, hizo que los flujos de capital hacia las economías emergentes se reanimaran luego de la caída sufrida en el 2016. (Bankia, 2017a)

El alentador panorama económico y la mayor propensión a invertir a nivel mundial, así como ciertas declaraciones de altos funcionarios del sector monetario-financiero de países desarrollados, entre las que se incluyen las del presidente del BCE y del Gobernador del Banco de Inglaterra, alimentaron hasta mediados de año las expectativas acerca de un inminente endurecimiento de las políticas monetarias en esas naciones, tal como ya había ocurrido en los EEUU.

En dicha nación, dando continuidad al proceso de normalización de la política monetaria iniciado a fines del 2015, se produjeron tres subidas de la tasa de interés oficial con un valor acumulado de 75 puntos básicos, y se tomó la decisión de retirar los estímulos monetarios con un plan de ajuste del balance de la FED, cuyos activos habían experimentado un notable crecimiento debido al esquema de expansión cuantitativa.³⁸ (BIS, 2017c)

Gráfico 12
Tasas de interés del BCE y la FED (%)

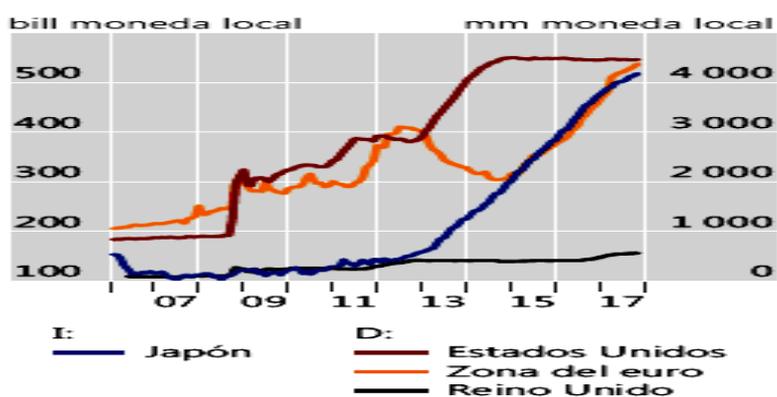


Fuente: Bankinter, 2018a.

Sin embargo, la débil trayectoria que tuvo la inflación en las economías desarrolladas a pesar del fortalecimiento de la actividad económica, consolidó el criterio de que la transición sería gradual en aras de preservar la liquidez del mercado, evitar que se disparase la aversión al riesgo por parte de los inversionistas, y sostener la recuperación. La evidencia empírica corroboró tal percepción: se mantuvo el estímulo de las políticas monetarias acomodaticias y las condiciones financieras mundiales continuaron relajadas.

³⁸ El programa de ajuste de activos fue anunciado en junio del 2017 y con el mismo se prevé reducir la cartera de títulos del Tesoro en la FED en menos de 18 000 millones de dólares como promedio mensual hasta el finales de 2018.

Gráfico 13
Activos totales de Bancos Centrales



Fuente: BIS, 2017c.

El BCE decidió en octubre prorrogar su Programa de Compras de Activos y reiteró que las tasas de interés oficiales no sufrirían cambios antes que finalizara el mismo. Y aunque se produciría una reducción gradual de las compras a partir de enero y hasta septiembre del 2018, de 60 000 millones de euros a 30 000 millones mensuales teniendo en cuenta las mejores condiciones macro, la entidad no estableció fecha para su conclusión definitiva ni límites para una eventual modificación ante cambios del entorno económico. (Bankinter, 2018b), (Caixabank, 2018)

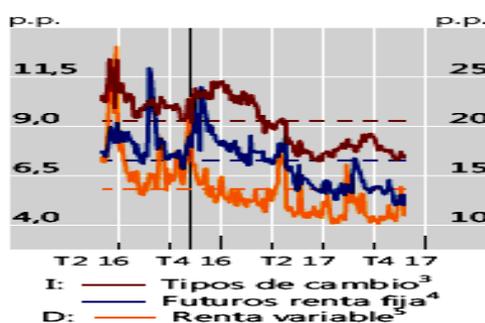
Para el mercado, fue esa una clara señal de la disposición del BCE de extender “hasta nuevo aviso” la orientación acomodaticia en su política monetaria.

Así, aunque las previsiones sobre las políticas monetarias de los países desarrollados y particularmente, la incertidumbre acerca del rumbo que tomaría la de EEUU, ejercieron presión en los mercados financieros y que, adicionalmente, la volatilidad repuntara transitoriamente por el mayor nivel de riesgo político en EEUU y la acentuación de las tensiones geopolíticas con Corea del Norte, las volatilidades implícitas de renta fija y variable, y en menor grado las del mercado cambiario, se mantuvieron bajas durante el 2017.³⁹

Los niveles observados fueron significativamente inferiores a los promedios registrados desde la crisis financiera del 2008, tanto en EEUU, la UEM, el Reino Unido, como en Japón, y de hecho igualaron los mínimos históricos que por muy poco tiempo se constataron a mediados del 2014. (BIS, 2017c)

³⁹ Llama la atención el nivel tan bajo de volatilidad financiera en condiciones de fuerte incertidumbre política por ser ésta última, al igual que las condiciones financieras y macroeconómicas, un factor determinante de la primera. En EEUU, la brecha entre el índice de incertidumbre política y el VIX (medidor importante de volatilidad), alcanzó su máximo histórico a inicios del año con la toma de posesión de Donald Trump, pero a partir de entonces comenzó a declinar sensiblemente. Una posible explicación del menor peso que tienen los factores de tipo político en las decisiones de los inversionistas, es la poca fiabilidad de la información política y su dispersión. (CaixaBank, 2017b)

Gráfico 14
Índices de volatilidad del mercado financiero internacional



(3). Índice JPMorgan VXY Global, un índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre 23 pares de tipos de cambio frente al dólar estadounidense.

(4). Volatilidad implícita (VI) de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de, GB, JP y US.

(5). Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado.

Fuente: BIS, 2017c.

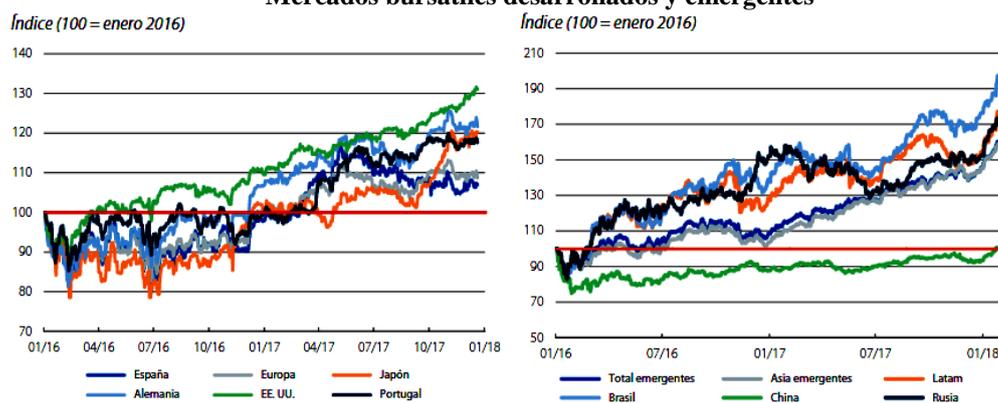
En un contexto de mayor confianza (empresarial y de consumidores), y datos macro prometedores, los mercados accionarios de las economías desarrolladas mostraron una tendencia alcista. Mientras, en las economías emergentes también creció el apetito de riesgo hacia fondos de renta variable, dadas las condiciones financieras más favorables por el despegue de la actividad económica. En ambos casos se puso de manifiesto el predominio de las condiciones macro, empresariales y de liquidez por encima de cualquier otra fuente de incertidumbre.⁴⁰ (Bankinter, 2017a)

En general, los mercados bursátiles se vieron favorecidos por la disponibilidad de liquidez tanto por los canales públicos como privados. La generada por bancos centrales se mantuvo pues aunque la FED culminó su QE aún no había mostrado intención de empezar a “drenarla”, y por su parte, el BCE todavía preservaba su programa de compra de activos; por lo tanto, por esa vía se ejercían presiones al alza de los precios de los activos en EEUU y la Eurozona.⁴¹ La otra fuente, más clásica, es la que origina la economía en expansión con altos niveles de empleo pues ello incrementa el flujo de caja de las compañías y la capacidad de ahorro de familias, factores que también empujan, directa o indirectamente, los precios de los activos.

⁴⁰ La posibilidad de una cercana normalización de la política monetaria reactiva viejos temores sobre las valoraciones reales de los activos por el efecto inflacionario que pudo haber ejercido en los mismos las políticas no convencionales hasta ahora predominantes. Por eso, las cotizaciones bursátiles son objeto de atención e incertidumbre y no están exentas de fuertes oscilaciones, al igual que los bonos corporativos de alto rendimiento y los soberanos de emergentes. Prevalecen dudas acerca del rendimiento futuro en un escenario de cambio de política.

⁴¹ El fuerte repunte de las bolsas iniciado tras las elecciones estadounidenses en noviembre del 2016, continuó durante el 2017, y particularmente, los mercados se activaron luego de los anuncios hechos por los bancos centrales de Europa y EEUU, a los que antes se hizo referencia.

Gráfico 15
Mercados bursátiles desarrollados y emergentes



Fuente: CaixaBank, 2018b

Por su parte, en los mercados cambiarios continuó la caída del dólar a pesar de que, en el segundo semestre del año, se contuvo momentáneamente con la confirmación del proceso de normalización de la política monetaria de la FED y la consolidación de expectativas de la reforma fiscal que conllevaría una importante rebaja impositiva para las compañías estadounidenses. (Bankia, 2018)

Tal evolución, que puede resultar desconcertante teniendo en cuenta el positivo desempeño de la economía norteamericana y la tendencia alcista de sus tipos de interés a largo plazo, podría ser explicada por factores de diversa naturaleza. Uno relevante es el mejor comportamiento que tuvo la economía de la UEM y las perspectivas de que así seguirá gracias al apoyo de la política monetaria del BCE.

Otros pueden ser: la disminución del atractivo de activos estadounidenses para inversionistas europeos y japoneses por el aumento del costo de cobertura de la divisa al subir las tasas de interés a corto plazo en los EE.UU.; las restricciones financieras del gobierno manifiestas en el episodio del *shut down* (cierre federal) que tuvo lugar ese año; el incremento del precio del petróleo, y la desconfianza e incertidumbre respecto a la política económica de la actual administración norteamericana, no solo en términos comerciales por el giro a favor del proteccionismo, sino por toda la inestabilidad que ha rodeado al personal (staff) ejecutivo desde que Trump llegó a la Casa Blanca. (Amundi, 2018)

Con relación al sector bancario, en el 2017 se ratificó la tendencia a la reducción de sus actividades transfronterizas. Aunque en general, todos los flujos de capital que se incluyen en esta categoría como son la inversión extranjera directa, las acciones, los bonos y los préstamos, disminuyeron en los últimos años, fueron los préstamos bancarios los que experimentaron la mayor caída, como se reflejó claramente en la menor cartera de negocios con el exterior que presentaron los bancos estadounidenses y sobre todo los

Europeos en los cuales prima un criterio más conservador en el manejo del capital y de reevaluación de riesgos en las transacciones internacionales.⁴²

Fuentes especializadas en información financiera certifican que muchos bancos reorientaron su cartera a favor de los activos internos realizando transferencias de miles de millones de sus operaciones externas. Por ejemplo, antes de la crisis, los tres principales bancos alemanes —Deutsche Bank, Commerzbank y KfW— tenían dos tercios de sus activos totales en mercados extranjeros y en el 2017 solo un tercio. Los bancos holandeses, franceses, suizos y británicos redujeron también los negocios extranjeros, al igual que los estadounidenses, citando entre estos últimos el caso del Citibank cuyas operaciones bancarias minoristas en el exterior abarcaban a 50 países en 2007, y hoy a solo 9 naciones. (Lund y Härle, 2017)

La mayor moderación en la actuación de los bancos responde en gran medida a las presiones que ejercen sus reguladores, accionistas y acreedores para que sean más prudentes y respeten las nuevas exigencias internacionales de capital y liquidez con las que se elevan los costos de mantener activos sujetos a mayor riesgo como es el caso de muchas de las operaciones externas.

Pero una mayor estabilidad bancaria no solo se garantiza limitando excesivas y peligrosas actividades internacionales, también es necesario delimitar el tipo de acciones que en el ámbito doméstico puede realizar una entidad pues en la práctica los mayores bancos del mundo se han convertido en supermercados financieros que además de prestar dinero, ofertan una amplia gama de servicios como son la suscripción de valores y la gestión de fondos de inversión que los exponen a cuantiosos riesgos. Por esa razón, tras la crisis financiera mundial los reguladores plantearon normas para aislar a la banca tradicional de los riesgos propios de otros servicios financieros; así, en EEUU se promulgó en 2010 la regla de Volcker como parte de la Ley Dodd-Frank, y en el Reino Unido y la Unión Europea también se propusieron varias fórmulas para definir el radio de acción de los bancos e incrementar la resiliencia institucional.

En general, puede plantearse que durante el 2017 el sector fortaleció sus balances y redujo sus niveles de fragilidad. En esa línea fueron los bancos norteamericanos los que más progresos hicieron ya que los europeos continuaron asumiendo pérdidas y enfrentando costos de reestructuración importantes para mejorar la composición de sus costos operativos. En cuanto a la rentabilidad, los bancos estadounidenses alcanzaron niveles superiores a los de Europa, cuyo panorama es más heterogéneo, con algunas entidades generando bajas rentabilidades porque aun no logran manejar adecuadamente el legado de la crisis. (Bankia, 2017b)

⁴² Antes de la crisis del 2008, grandes bancos europeos, británicos y estadounidense se expandieron agresivamente para diversificar su portafolio internacional e incrementar su margen de ganancias; para ello, ejecutaron operaciones bancarias minoristas y corporativas de alto riesgo, como las titulaciones hipotecarias, en distintas regiones del mundo antes no exploradas.

La situación de la banca en EEUU era más optimista y así lo atestiguaron las pruebas de estrés bancario en el año que se analiza. Los indicadores más importantes para medir la “salud” bancaria mejoraron respecto al 2016 y los beneficios continuaron en ascenso en un entorno de crecimiento económico. Según la FED las entidades incluidas en las pruebas, que fueron aproximadamente 30, acumularon suficiente capital para garantizar el crédito a empresas y familias, aun y cuando sufrieran pérdidas sustanciales por un cambio adverso en el escenario económico y financiero. (Bankia, 2017c)

Referido al marco regulatorio de las instituciones bancarias es destacable que en diciembre del 2017 el órgano de vigilancia del Comité de Basilea aprobó una serie de cuestiones que estaban pendientes para completar el marco legislativo de Basilea III, alcanzando un nuevo acuerdo denominado Basilea IV. Dicho acuerdo, concluye la reforma global del marco regulador promovida por el G20 tras el estallido de la crisis financiera del 2008 y tiene como propósito fundamental reducir la excesiva volatilidad de los activos ponderados por riesgo.⁴³ Y, aunque aún no puede hacerse una evaluación concluyente sobre su efectividad, el efecto debe ser positivo al mejorar la confianza en el marco regulatorio y la comparabilidad de los ratios de capital, así como al exigir mayores niveles de capital a determinados bancos.⁴⁴ (Bankia, 2017d)

Finalizando el año los riesgos prevaletentes se asociaban al creciente endeudamiento, la emergencia del proteccionismo y la baja inversión empresarial, factores todos que al margen de los geopolíticos acechaban a los mercados financieros internacionales y podrían poner freno a la expansión económica que experimentaban las economías desarrolladas.⁴⁵ (BIS, 2017c)

Las buenas perspectivas de crecimiento y la inflación contenida que favorecieron a los mercados accionarios en el 2017 alimentaron excesos financieros que de endurecerse la política monetaria de EEUU o simplemente cambiar las expectativas acerca de la inflación, podrían explotar como burbujas y originar fuertes movimientos en la volatilidad del mercado financiero. Lo ocurrido en 2018 puede ser considerado un anticipo de ese fenómeno.

⁴³ El nuevo paquete de reformas incluye varias cuestiones relativas a los riesgos crediticios, como son el establecimiento de límites sobre resultados agregados de los bancos, los métodos para su cálculo, la divulgación de la información sobre ellos; también ajustes en el coeficiente de apalancamiento para bancos de importancia sistémica mundial. El tema pendiente de mayor importancia es el de la deuda soberana. (Bankia, 2017d)

⁴⁴ En ese sentido especial atención por parte de agencias de supervisión y regulación bancaria deberían recibir las llamadas entidades financieras de importancia sistémica consideradas un pilar crítico de la intermediación financiera internacional. Las 30 entidades que clasifican en ese grupo concentran activos equivalentes a aproximadamente el 60% del PIB mundial y son muy diversas desde el punto de vista operacional y geográfico. (Bankia, 2017b)

⁴⁵ El gobierno de Donald Trump apuesta por una política proteccionista para favorecer la producción nacional frente a la competencia extranjera, tal como lo evidencian los fuertes aranceles aplicados a varios productos, y la experiencia indica que los mercados financieros prefieren un ambiente de desregulación y facilidades para los negocios.

Desde inicios del pasado año se avizoraron síntomas de inestabilidad en los mercados accionarios cuando luego de significativas revalorizaciones de los principales índices estadounidenses, europeos y de economías emergentes durante el mes de enero, la bolsa de New York (Wall Street) cayó en la primera semana de febrero en niveles porcentuales no vistos desde el 2011 y a continuación, mercados bursátiles asiáticos y en Londres, París y Frankfurt, registraron cuantiosas pérdidas.⁴⁶ (Caixabank, 2018a, b)

En abril, la dinámica bursátil continuaba muy inestable con caídas apreciables tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes, y las expectativas negativas respecto al rumbo de la política monetaria en las economías centro del sistema monetario, la emergencia del proteccionismo y la presencia de no pocas tensiones de tipo geopolítico avivaban la volatilidad del mercado de renta fija y variable. (Caixabank, 2018c, d, e y 2019a, b)

En el transcurso del primer semestre la escenario no cambió y a medida que cobraron fuerza las tensiones vinculadas a la situación financiera de Turquía y Argentina, las dudas sobre la solidez del crecimiento en China, el conflicto comercial entre esa nación y los EEUU, y el endurecimiento de la política monetaria de la FED, muchas bolsas emergentes de Asia y Latinoamérica arrojaban pérdidas.⁴⁷ Paralelamente, los principales mercados europeos se hicieron eco, aunque de manera dispar, de las turbulencias derivadas de la situación fiscal en Italia, la indefinición del Brexit y los propios problemas de las economías emergentes, exhibiendo importantes retrocesos a mediados de año entre los que se destacan los de las bolsas italiana y española, del -8% y 4.7%, respectivamente. La excepción fue Estados Unidos donde la renta variable continuó su tendencia alcista hasta el tercer trimestre y los índices bursátiles alcanzaron máximos históricos. (Caixabank, 2018d, e y 2019a, b) (Bankia, 2018c)

⁴⁶ Las turbulencias comenzaron tras la publicación por el Departamento de Trabajo de las cifras de empleo en EEUU que, como además de altas incorporaban un aumento salarial mayor de lo esperado, hicieron que se disparase la alerta de inflación y de ritmos superiores en el incremento de los intereses, e inevitablemente agravaron los temores de los inversionistas. Adicionalmente, el desplome bursátil coincidió con el cambio de presidente en la FED que también exacerbó las dudas acerca de la continuidad de la política de la Institución.

⁴⁷ En el contexto de severos conflictos comerciales y condiciones financieras más restrictivas, los mercados emergentes protagonizaron en el segundo trimestre del año, caída de índices accionarios, disminución de los flujos de capital y corrientes de inversión de portafolio negativas. (FMI, 2018)

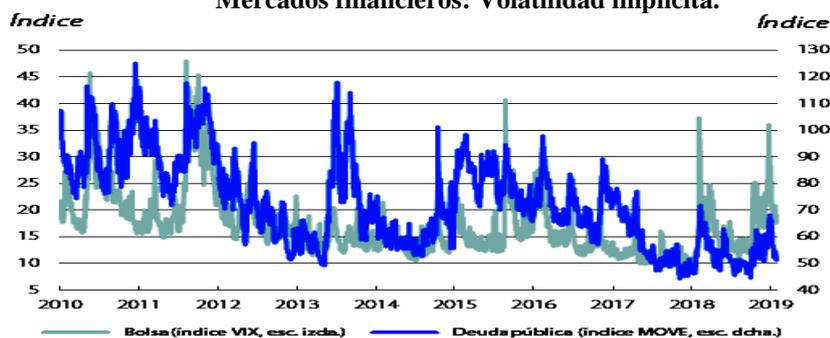
Gráfico 16
Principales Bolsas Internacionales
Índices (100 = enero 2017)



Fuente: Caixabank, 2019b.

Fueron meses en los que se alternaron sesiones de ganancia con otras de gran incertidumbre y retraimiento en la inversión bursátil; en los que las primas de riesgo tuvieron un movimiento errático con tendencia al alza, y la oscilación de importantes monedas emergentes frente al dólar estadounidense fue muy pronunciada. Todo ello como expresión de mayor volatilidad.

Gráfico 17
 Mercados financieros: Volatilidad implícita.



Fuente: Caixabank, 2019b.

A medida que avanzó el año las condiciones financieras continuaron endureciéndose por la apreciación del dólar, la mayor escalada de conflictos comerciales y el cambio gradual de la política monetaria de la FED, pero el impacto de estos factores fue muy desigual entre las naciones desarrolladas, y entre ellas y las economías emergentes. Por ejemplo, pese a las presiones derivadas de un mayor proteccionismo y el alza de intereses, Estados Unidos, siguió disfrutando de un clima bursátil más favorable que el resto de sus homólogos gracias a los fuertes beneficios empresariales sostenidos por la reciente reforma fiscal y el excepcional progreso de las acciones en su sector tecnológico. (BIS, 2018a), (Caixabank, 2019b), (FMI, 2018)

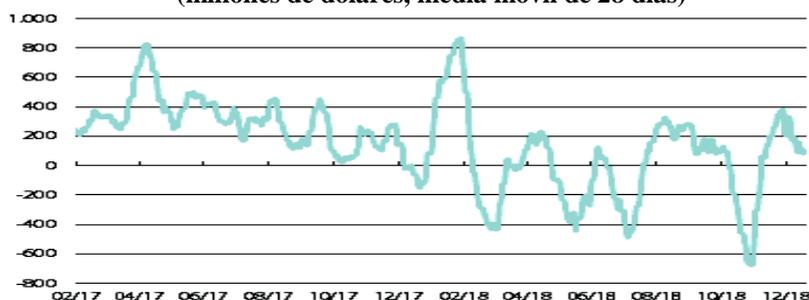
Por el contrario, la zona euro que mantuvo su política monetaria acomodaticia experimentó desplomes bursátiles en el sector bancario y una ampliación de los diferenciales crediticios no solo por las afectaciones que tuvieron los bancos europeos con fuertes exposiciones en

mercados emergentes, sino también por las tensiones entre Italia y la Comisión Europea alrededor de la política fiscal de dicha nación y la incertidumbre alrededor del Brexit.⁴⁸

Pero, fueron los mercados emergentes los que sintieron el mayor impacto dada la depreciación de sus monedas, la fuga de capitales y el mayor costo del financiamiento externo al incrementarse las primas de riesgo de sus obligaciones. (BIS, 2018a)

El sentimiento de aversión al riesgo en mercados emergentes que venía manifestándose desde que la FED decidió endurecer las condiciones de liquidez con el retiro del estímulo monetario, se hizo más fuerte con la mayor apreciación del dólar a partir del segundo trimestre del año. Bajo el supuesto real, que un dólar más caro fomenta la vulnerabilidad de los prestatarios, disminuye la rentabilidad de los activos en moneda nacional y trae afectaciones para el comercio exterior y las finanzas internas en las naciones emergentes, las corrientes de capital que hacia ellas se dirigen cayeron bruscamente, e incluso se tornaron en salidas. (FMI, 2008) (Caixabank, 2019a)

Gráfico 18
 Mercados emergentes: Entradas netas de capital.
(millones de dólares, media móvil de 28 días)



Fuente: Caixabank, 2019a.

Hasta septiembre, el proceso de pérdidas bursátiles, caída de bonos y depreciaciones monetarias continuaba, y Turquía y Argentina eran ejemplos paradigmáticos del clima de fragilidad imperante entre los mercados emergentes. Varios indicadores fueron muy elocuentes al respecto: El índice bursátil MSCI para el conjunto de los emergentes acumulaba pérdidas de aproximadamente el 10%; el índice de bonos emergentes EMBI reflejaba repunte de los diferenciales de más de 50 puntos básicos; y los índices de divisas emergentes apuntaban una depreciación superior al 10% y en el caso de Turquía y Argentina, del 37% y 55%, respectivamente. (Bankinter, 2018a), (Caixa, 2018f), (FMI, 2019)

En cuanto al mercado de divisas, el año comenzó con un dólar debilitado frente al euro y a otras divisas emergentes, y así se mantuvo durante el primer trimestre. Diferentes elementos incidieron en dicha tendencia, entre ellos la incertidumbre dominante en torno a la Administración Trump en materia fiscal y comercial, y el mayor apetito de riesgo de los

⁴⁸ El aumento del riesgo político fue un factor clave para explicar el desplome bursátil que sufrieron bancos de la zona euro entre los meses de mayo y diciembre. El mismo se acrecentó por el enfrentamiento entre la Unión Europea y el Gobierno italiano sobre el proyecto de presupuesto presentado por dicho país para 2019 y también, por la poca certeza acerca de un Brexit sin contratiempos.

inversores por activos de emergentes y de la zona euro anticipándose al endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial.⁴⁹

Ya en el segundo trimestre se revirtió la debilidad del “billete verde” que se apreció frente a las principales divisas (el euro, la libra esterlina y el yen japonés) y varias monedas de emergentes. Confianza en la economía de EEUU, credibilidad y seguridad de sus activos de renta fija; política abiertamente expansiva y sin perspectivas de cambio en la UME; noticias preocupantes del Brexit e Italia; deterioro de los indicadores económicos fundamentales y el clima político en las naciones emergentes; y otros más de tipo económico y geopolítico, fueron factores explicativos del curso que desde entonces distinguió al dólar en el mercado. (Bankia, 2018c) (Caixabank, 2018c)



En los últimos meses del año, la decisión de la FED de no detener la progresiva normalización de su política monetaria y la prolongación del diferendo en materia comercial entre China y EEUU, continuaron jugando un papel primordial en la marcha del conjunto de mercados financieros (divisas, bursátiles y crediticios) por el previsible impacto de ambas cuestiones en el crecimiento de la demanda global. Adicionalmente, datos macroeconómicos pocos alentadores y la persistencia de tensiones políticas en la zona euro compulsaron el reajuste de precios de los activos en las principales bolsas del mundo. (Ver Gráfico 6)

Ni los mercados de valores estadounidenses quedaron al margen de las fuertes oscilaciones que tuvieron lugar en un contexto de pesimismo y aversión al riesgo, y sufrieron en “carne propia” las ventas masivas de activos de riesgo. Las valoraciones de las acciones estadounidenses, encabezadas por las del sector tecnológico, se desplomaron en octubre,

⁴⁹ La tendencia a la depreciación del dólar que caracterizó los meses iniciales del 2018 se vio reforzada también por las declaraciones del Secretario del Tesoro norteamericano, Steven Munchin, en relación a las ventajas de un dólar débil para fines competitivos.

oscilaron en noviembre y volvieron a caer en diciembre, arrastrando consigo al resto de las economías avanzadas y a las emergentes.⁵⁰ (BIS, 2018b) (Bankinter, 2019)

En el caso de las economías emergentes, las perspectivas a fines del año seguían siendo inciertas ya que aunque la salida de capitales se había frenado y el proceso de depreciaciones cambiarias aminorado, persistía la amenaza de mayores tasas de interés en los EEUU, la posibilidad de desaceleración del crecimiento en China y una serie de debilidades intrínsecas en países importantes del grupo, como las referidas al sector financiero en China y la India, los elevados déficit en cuenta corriente de Argentina y Turquía, y los fiscales en Brasil.⁵¹ (Bankinter, 2019) (BIS, 2018b)

El cierre del año fue caótico, con una volatilidad, medida por el índice VIX, que alcanzó niveles no vistos desde la corrección de febrero tal como puede observarse en el Gráfico 17. En el mes de diciembre convergieron la cuarta subida de los tipos de interés de la FED, el fin de la expansión cuantitativa del BCE, pérdidas de las bolsas sin precedentes desde el período crítico 2009-2011, una nueva caída del precio del petróleo y las preocupaciones acerca del cierre del gobierno en EEUU, todo lo cual socavó profundamente la confianza de los inversionistas. (Caixabank, 2019a)

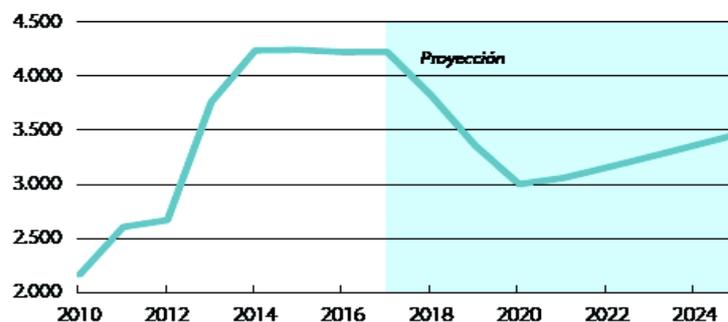
Las políticas monetarias de esas dos grandes entidades financieras estuvieron en el centro de atención de los agentes financieros y marcaron pautas en el comportamiento del mercado. Durante el año que se analiza, ambas mantuvieron el rumbo que se habían marcado desde fechas anteriores.

En EEUU continuó el proceso de normalización de la política monetaria, y la FED realizó cuatro aumentos de los tipos oficiales en 2018 lo que suma un total de siete subidas de interés desde el inicio de la estrategia a fines del 2015. La retirada de estímulos monetarios por parte de la FED se vio ratificada además, con la decisión de comenzar el plan de ajuste del balance de la institución.

⁵⁰ El índice S&P 500 perdió casi un 10% de su capitalización en octubre y a partir de entonces tuvo un movimiento intermitente (acorde con la confianza de los inversores) hasta principios de diciembre cuando un nuevo brote de volatilidad lo llevó a niveles muy deprimidos. En general se plantea que los mercados de renta variable tuvieron a fines de 2018 retrocesos de alrededor de un 15% en sus principales índices. (BIS, 2018b) (Caixabank, 2019a)

⁵¹ No obstante, la entrada de capitales, tanto de deuda como accionarios, que tuvo lugar en los meses de octubre y noviembre, fue expresión de una mejoría del sentimiento y la tolerancia al riesgo de los inversores. Además, algunas de estas economías favorecidas con la disminución del precio del petróleo pudieron compensar el impacto negativo de la nueva apreciación del dólar que se produjo en los últimos meses del año. (Caixabank, 2019a)

Gráfico 20
EEUU: Proyecciones del tamaño del balance de la FED
(miles de millones de USD)



Fuente: Caixabank, 2018e.

Desde su primera reunión del año, presidida aún por Janet Yellen, la FED fue explícita en su decisión de continuar una política de endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias teniendo en cuenta el comportamiento esperado de la inflación a corto plazo, aunque mantuvo por el momento el tipo de referencia en el intervalo de 1,25%-1,50% establecido a finales del 2017.⁵²

Las dos primeras alzas se produjeron en el primer semestre del año e implicaron un aumento conjunto de 50 puntos básicos (p.b) de los intereses, ubicándolos en el rango de 1,75%-2,00%, y ya en julio se anunciaba la inminencia de una tercera subida considerando el buen estado de la economía en términos de empleo y crecimiento, y las firmes tendencias inflacionistas.⁵³ Efectivamente, en la última semana de septiembre, la FED realizó un tercer incremento de 25 p.b que llevó las tasas al intervalo de 2,00%- 2,25%, y reafirmó su intención de proseguir en los próximos meses la línea de incrementos graduales en el costo de los fondos federales y de reducción del balance de la institución si las condiciones macroeconómicas del país así lo permitían. (Caixabank, 2018e,f) (Bankia, 2018) (BIS, 2018b)

Apenas tres meses después, el 19 de diciembre, y en un contexto de casi pleno empleo y una trayectoria económica muy positiva de la nación estadounidense, tuvo lugar otro incremento de 25 p.b del tipo de interés oficial que lo colocó en el nivel 2,25% - 2,50%. Con esta cuarta elevación la política monetaria se adentró en una etapa menos acomodaticia y más neutral respecto al ciclo de la economía.

Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE, órgano rector de la política monetaria en la Eurozona, reiteró a inicios del año su decisión de prorrogar el Programa de Compras de Activos y de mantener sin cambios las tasas de interés oficiales hasta que finalizara el

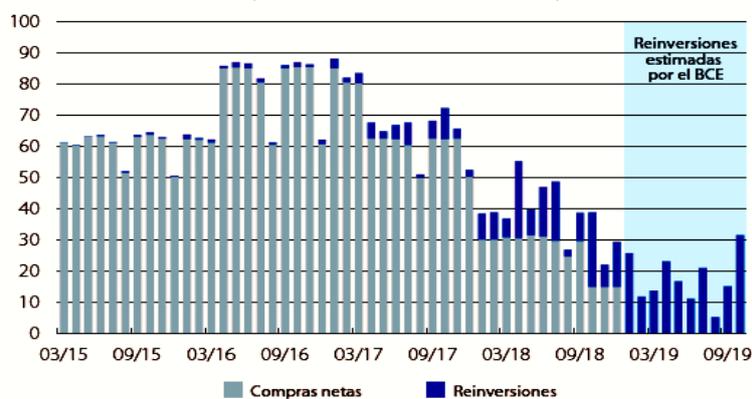
⁵² Janet Yellen dirigió la FED desde febrero de 2014 y bajo su mandato se realizaron las cinco primeras subidas de intereses desde la gran recesión de 2007-2009, y se puso fin a las medidas de política monetaria no convencional con la activación de la estrategia de reducción del balance de la entidad. Fue sustituida por Jerome Powell el 5 de febrero.

⁵³ El primer incremento se efectuó el 21 de marzo y situó las tasas en el intervalo 1,50%-1,75%, y el segundo fue el 13 de junio y los ubicó entre 1,75%-2,00%.

mismo.⁵⁴ No obstante, como se había anunciado en el 2017, en el mismo mes de enero y hasta septiembre, comenzaría la reducción gradual de las compras teniendo en cuenta las mejores condiciones macro. (Bankinter, 2018b), (Caixabank, 2018b)

La orientación “acomodatícia” de la política quedó clara y así se constató en el transcurso del año. En junio se reforzaron las decisiones tomadas en los meses precedentes respecto a no modificar los intereses antes del último trimestre del 2019 y terminar las compras netas en diciembre, pero el presidente de la entidad, Mario Draghi, recordó que se mantendría la inyección de liquidez mediante la reinversión de los activos a su vencimiento (Caixabank, 2018e) (Bankia, 2018c)

Gráfico 21
BCE: Programa de compra de activos
(Miles de millones de euros)



Fuente: Caixabank, 2018f.

En octubre, tal como fue anticipado meses atrás, las compras netas de activos se redujeron de 30 000 a 15 000 millones de euros y el CG reiteró la política de reinversión de activos tras el fin de las compras. Terminando el año no se habían producido sorpresas en materia de política pues el proceso de compras culminó el 13 de diciembre como estaba previsto, seguía firme el compromiso de reinversión de los vencimientos para el 2019 y los tipos de interés continuaban en el mismo nivel. (Bankinter, 2019) (BIS, 2018b) (Caixabank, 2019a)

CONSIDERACIONES FINALES

Al finalizar 2018 y 10 años después del derrumbe del banco que selló el inicio de la última de las grandes crisis financieras a nivel mundial, la cartera de riesgos era muy abultada y sobre todo muy peligrosa para las perspectivas de crecimiento de la economía y la estabilidad financiera internacional. Una serie de peligros permanecían activos sin que se vislumbrase a corto plazo una salida favorable para los mismos:

- La incertidumbre política latente en Europa por las dificultades en cuanto a la política migratoria, la gobernanza fiscal, la arquitectura institucional de la zona euro, la indecisión

⁵⁴ El Programa de Compra de Activos, también conocido como Tasperring, está vigente desde el 2014 y se erige como la principal herramienta de política no convencional del BCE para inyectar dinero en circulación y mantener bajos los rendimientos de los títulos de deuda en la Eurozona. El mismo incluye compras de deuda pública y privada.

respecto al Brexit tras meses de negociaciones, las protestas populares en Francia y la situación de Italia, todo lo cual puede llevar a recrudecer el sentimiento de euroescepticismo que afectaría las venideras elecciones parlamentarias europeas.⁵⁵

- En el plano de la geopolítica resultan muy significativas las transiciones que actualmente se están dando en la región latinoamericana por el impacto que pueden tener en los activos financieros, la inversión extranjera y el crédito transfronterizo que se moviliza hacia el hemisferio occidental, especialmente en países como Brasil, México y Venezuela. Y, al mismo tiempo, seguirán pesando los conflictos en pleno desarrollo en Asia y el Oriente Medio.
- China continuará siendo una de las fuentes esenciales de riesgo sistémico para la estabilidad financiera si, por las fuertes regulaciones financieras que ha introducido para frenar la actividad de su sistema bancario o por una mayor escalada de la disputa comercial con EEUU, sufre una desaceleración más profunda de lo previsto y contagia a sus socios comerciales y los precios mundiales de las materias primas.⁵⁶
- El elevado endeudamiento público y privado en naciones desarrolladas y emergentes, persistirá como el mayor lastre en materia financiera por la vulnerabilidad que incorpora ante un deterioro súbito de las condiciones financieras y económicas a nivel mundial.
- Los mercados emergentes enfrentarán un panorama más incierto por el endurecimiento de la política monetaria estadounidense, proceso que no tendrá retroceso en breve plazo, un dólar más fuerte, la presencia de presiones proteccionistas y una economía china menos pujante.

Adicionalmente, una serie de cuestiones relacionadas con las políticas monetarias y la financiación internacional continúan siendo objeto de preocupación y debate en la actualidad dada su manifiesta incidencia en la dinámica de los mercados.

Sobre las políticas monetarias sobresale la interrogante de: ¿hasta qué punto dichas políticas son efectivas en el logro de objetivos primordiales como son el crecimiento y la estabilidad financiera, o incompatibles con una premisa básica de los mercados financieros como es la confianza? La ponderación entre sus costos y beneficios se ha deteriorado en estos años, ganando terreno el criterio acerca de que el protagonismo de los bancos centrales con soluciones no ortodoxas y en ocasiones extremas resulta peligroso por el

⁵⁵ El preacuerdo logrado el año pasado entre Londres y Bruselas con el propósito de prolongar la transición hasta el 2020 y permitir la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la Unión Europea de no concretarse un acuerdo sobre la futura relación económica entre ambas partes, no fue aprobado por el parlamento inglés. Se perdió con ello una oportunidad para atenuar la inestabilidad reinante desde 2016 y evitar una salida desordenada de la nación británica.

⁵⁶ Aunque las tensas relaciones comerciales entre China y Estados Unidos se encuentran en su momento más intenso, no debe descartarse un acuerdo relativamente cercano entre las partes ya que EEUU necesita un “pacto” con su importante acreedor que no sea tan beligerante. Dicho acuerdo podría presentarse en forma de arreglos parciales que conduzcan a un cese progresivo de las hostilidades, pero indudablemente sería más perjudicial para China por ser la parte más vulnerable en el plano comercial.

efecto que éstas tienen a corto plazo sobre el nivel de los precios de los activos y el ciclo financiero, y lo complicado que puede ser una estrategia de salida desde el punto de vista económico y social.

Parafraseando al BIS en su Informe Anual, “la política monetaria está en una encrucijada” pues por un lado se reconoce su papel en la prevención de crisis e inestabilidad financiera, pero por otro, hay una fuerte creencia de que la misma perjudica la estabilidad al fomentar auges financieros y la toma de excesivos riesgos. (BIS, 2016a)

En cuanto al tema de la financiación, hay dos elementos que destacan por su trascendencia para el funcionamiento actual y futuro de los mercados financieros. Uno de ellos es la predisposición que se observa en el mercado crediticio internacional a favor de los títulos, tanto por los que se originan en países desarrollados como en mercados emergentes.⁵⁷ Tras esa tendencia se ubican una serie de factores, entre los que se destacan el deterioro de los balances bancarios tras la crisis financiera del 2008, la sistemática innovación financiera y la necesidad de los agentes, prestatarios y prestamistas, de burlar restricciones bancarias cada vez más estrictas mediante la titularización del financiamiento. (FMI, 2016b)

Las implicaciones de tal estado de cosas para la estabilidad financiera internacional son múltiples. Una, sobre la que hay consenso, es que la financiación se está desplazando cada vez más hacia espacios en los que la supervisión y las regulaciones tienen un radio de acción reducido y donde, por tanto, la propensión a tomar riesgos excesivos es muy superior. El sector financiero no bancario constituye una fuente de inestabilidad financiera y riesgo sistémico para nada despreciable, sobre todo considerando el gran tamaño del mismo y la amplia gama de entidades que lo conforman, entre las que destacan las compañías de seguro, los fondos de pensiones y los fondos de inversión, casi todas con un alto nivel de apalancamiento.

Otra, más discutida, es que puede distorsionar la efectividad de las políticas monetarias al desplazar como fuente de financiamiento internacional a uno de los canales de transmisión históricamente más importantes de éstas, que son los préstamos bancarios. Y no es que las entidades no bancarias operen al margen de las disposiciones de los bancos centrales, sino que pueden amplificarlas o aminorarlas de acuerdo al impacto que ellas tengan en sus costos de operación y su exposición al riesgo, por no estar sujetas a las mismas normas disciplinarias que los bancos.⁵⁸

Un segundo tema relevante de la financiación internacional lo constituye el comportamiento de los flujos transfronterizos de capital. Según estadísticas internacionales, en el período 2011-2015 el total de estos flujos representó como promedio el 5,4% del PIB mundial, apenas un cuarto del nivel del 2007, y dentro de ellos fueron los

⁵⁷ Las entidades no bancarias que desde hace mucho ya juegan un importante papel en la intermediación financiera en los EEUU, están cobrando relevancia como fuentes de financiamiento en Europa y en varias economías de mercados emergentes.

⁵⁸ Las diferencias de respuestas frente a cambios en las políticas monetarias por parte de las instituciones bancarias y las no bancarias son el resultado de diferencias entre sus regímenes regulatorios.

préstamos bancarios los que se desplomaron, respondiendo por el 75% de la caída sufrida por todo el financiamiento transfronterizo desde 2007. (Mallaby, 2016)

La reducción del crédito transfronterizo por parte de los bancos es vista por no pocos analistas como una corrección saludable de la dinámica bancaria luego de los excesos de la desregulación que condujeron a la crisis, cuyo punto más álgido fue la quiebra del Lehman Brothers. Es el caso de la banca europea, donde la caída del crédito bancario fue muy pronunciada después de haber estado intensamente involucrada en el negocio hipotecario de alto riesgo de los EEUU y exponerse de forma desmedida a niveles elevados de deuda soberana y bancaria en naciones con importantes desequilibrios financieros y macroeconómicos de la llamada periferia europea (España, Grecia, Irlanda y Portugal).⁵⁹

Si es o no favorable la reducción del crédito bancario internacional como expresión de la globalización financiera, depende de hacia dónde se dirige, en qué condiciones se otorga y cuáles sus motivaciones finales. Sin embargo, no hay dudas con relación a que auges crediticios que puedan verse interrumpidos súbitamente o que alimenten burbujas hipotecarias, tecnológicas, energéticas o de cualquier tipo, pueden poner en peligro la precaria estabilidad alcanzada por la economía mundial en estos últimos años, resquebrajar los avances logrados en el sector bancario después de un periodo de crisis, y provocar, dado el inevitable contagio, que los mercados financieros internacionales se vean abocados nuevamente a una situación de grave inestabilidad y contracción del financiamiento con altos costos económicos y sociales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amundi (2018). Revisión semanal de mercado. Enero 2018. Madrid
- ANDBANK (2013a). Análisis corporativo mensual: Economía y mercados mundiales. *Andbank Research*, octubre. Madrid, España.
- _____ (2013b). Economía y mercados mundiales. *Andbank Research*, noviembre. Madrid, España.
- Advanced Currency Markets (ACM). Servicio cablegráfico. Informes diarios, varios años 2007-2014, Suiza. www.acm.com
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) (2008). Presentación “El entorno exterior y la crisis financiera debilitaran la actividad económica en 2009”. En Servicio de estudios, Noviembre, Madrid.
- Banco Mundial (2015). *Global Economic Prospects*. Junio. Washington DC. Disponible en www.wb.org
- Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) (2007). *77 Informe Anual*, junio. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org

⁵⁹ Los bancos de la zona del euro redujeron sus derechos de crédito en el exterior en casi USD 1 billón por año durante los ocho años posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, cifra muy superior a la de otras regiones del mundo. (Mallaby, 2016)

- _____ (2011a). *Quarterly Review. International banking and financial market developments*. Septiembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2011b). *Informe trimestral*, junio. Basilea. Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2012). *82 Informe Anual*, junio. Basilea. Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2013a). *83 Informe Anual*, junio. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2013b). *Informe Trimestral*, diciembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2014a). *Informe Trimestral*, septiembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2014b). *Informe Trimestral*, diciembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2014c). *84 Informe anual*, junio. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2015a). *Informe Trimestral*, diciembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2015b). *85 Informe Annual*, Junio. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2016a). *86 Informe Anual*, abril 2015-marzo 2016. Junio. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2016b). *Quarterly Review: International banking and financial market developments*. September. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2017a). *Informe trimestral* septiembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2017b). *87 Informe Anual* 1 abril 2016- 31 marzo 2017. Junio 2017, Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2017c). *Informe trimestral* diciembre. Disponible en www.bis.org
- _____ (2018a). *Informe trimestral* septiembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- _____ (2018b). *Informe trimestral* diciembre. Basilea, Suiza. Disponible en www.bis.org
- Bankia (2011). Comité Mensual de Estrategia, noviembre. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- _____ (2013). Comité Mensual de Estrategia, enero. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- _____ (2017a). Estudios, Reserva Federal. Diciembre. Disponible en www.bankiaestudios.com
- _____ (2017b). Estudios, Estabilidad financiera. Octubre. Disponible en www.bankiaestudios.com
- _____ (2017c). Estudios, Resultados bancos de EEUU 3T 2017. Noviembre. Disponible en www.bankiaestudios.com

- ____ (2017d). Estudios, Finaliza la reforma regulatoria de Basilea III. Diciembre. Disponible en www.bankiaestudios.com
- ____ (2018a). Actualidad emergentes. Febrero. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- ____ (2018b). Actualidad emergentes. Noviembre. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- ____ (2018c). *Boletín económico y financiero*. 31 de Agosto. Madrid. Disponible en www.bankiaestudios.com
- Bankinter (2014a). *Informe de Estrategia*. Perspectivas 3er trimestre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2014b). *Informe de Estrategia*. Perspectivas 4to trimestre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2015). *Informe de Estrategia*. Perspectivas 2015/16. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2016a). *Informe de Estrategia*, Perspectivas tercer trimestre. Septiembre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2016b). *Gestión de activos*. Informe mensual, diciembre 2016. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2017). *Informe de Estrategia*, Perspectivas tercer trimestre. Septiembre 2017. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2018a). *Gestión de activos*. Informe mensual, enero 2018. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2018b). *Informe de Estrategia*. Perspectivas primer trimestre 2018. Febrero. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- ____ (2019). *Estrategia de Inversión*. Perspectivas 2019/20. Diciembre. Madrid. Disponible en www.bankinter.com
- Blanchard, O. (2014). Donde acecha el peligro, *Finanzas y Desarrollo*, septiembre 2014. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- Caixabank (2017a). *Informe mensual* número 417. Noviembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2017b). *Economía Internacional. Volatilidad financiera e incertidumbre política: ¿Quién dijo miedo?* Septiembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018a). *Informe mensual* No.429. Diciembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018b). *Mercados financieros a inicios del año*. Febrero. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018c). *Informe mensual* No.423. Mayo. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018d). Pulso económico. Agosto. Disponible en www.caixaresearch.com

- ____ (2018e). *Informe mensual* No.426. Septiembre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2018f). *Informe mensual* No.427. Octubre. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2019a). *Informe mensual* No.430 Enero. Disponible en www.caixaresearch.com
- ____ (2019b). *Informe mensual* No.431 Febrero. Disponible en www.caixaresearch.com
- Caja Madrid (2007a). *Panorama económico y financiero*, diciembre. Madrid.
- ____ (2007b). *Boletín semanal económico-financiero*". Octubre. Madrid.
- ____ (2007c). *Observador Económico Financiero*. Diciembre, No 492.
- ____ (2008a). *Comité mensual de estrategia*. Noviembre. Madrid.
- ____ (2008b). *Observador Económico Financiero*. Diciembre, No 495.
- ____ (2009). *Comité mensual de estrategia*. Marzo. Madrid.
- Dagher,J, Dell’Ariccia, Ratnovski y Hui Tong (2016). Colchones de capital, *Finanzas y Desarrollo*. Septiembre 2016. Disponible en www.imf.org
- Druck, Magud, y Mariscal, R. (2015). Daño colateral, *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre del 2015. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- FMI (2007a). *Perspectivas Económicas. Las Américas*. New York, noviembre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2007b). *Global Financial Stability Report*. New York, noviembre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2007c). *Perspectivas de la Economía Mundial*. New York, octubre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2008). *Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial: Implications and Policy*, *Global Financial Stability Report*. Octubre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2009a). *World Economic Outlook*. New York, octubre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2009b). *Las Américas: Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?*, Washington DC, Octubre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2009c). *Global Financial Stability Report. Market Update*. Octubre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2011a). *Global Finance Stability Report: Grappling with Crisis Legacies*. Washington DC, septiembre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2011b). *Perspectivas de la Economía Mundial*. Washington DC, septiembre. Disponible en www.imf.org
- ____ (2011c). *Perspectivas económicas. Las Américas*. Washington DC, octubre. Disponible en www.imf.org

- ____ (2012a). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, julio. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2012b). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*. Resumen, octubre. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2013a). *Perspectivas de la economía mundial*. Enero. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2013b). *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre. Washington, DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2014). *Global Financial Stability Report*. Octubre 2014. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2015a). *Global Financial Stability Report*. Octubre 2015. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2015b). *World Economic Outlook*. Octubre. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2015c). *Perspectivas económicas. Las Américas*. Octubre 2015. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2016a). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*. Abril. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2016b). *Global Financial Stability Report*. September. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2017). *Global Financial Stability Report*. Octubre, 2017. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2018). *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- ____ (2019). *Perspectivas de la economía mundial*. Enero. Washington DC. Disponible en www.imf.org
- Huidrom, Ayhan Kose y Ohnsorge (2016). Navegando en aguas turbulentas, *Finanzas y Desarrollo*. Septiembre 2016. Disponible en www.imf.org
- Lund, S y Härle, P (2017). Las finanzas mundiales se restablecen. En revista *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre. Disponible en www.imf.org
- Mallaby, S. (2016). Replantear la Globalización, *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre 2016. Disponible en www.imf.org
- Ontiveros, E. (2011). Salud bancaria y deuda pública, *El País*, 24 de julio 2011. Madrid.
- Truman, Edwin M. (2007). *Financial-Market Turbulence: Greed versus Fear and Does It Matter?* Peterson Institute for International Economics.
- Ugarteche, Oscar y Carranco, L. (2011). *Estamos ante la segunda crisis bancaria? Noticias de la crisis 2011*. En www.obela.org . Septiembre.
- Ugarteche, O. (2017). *Las monedas latinoamericanas tras la elección de Trump*. Enero 2017

- UN-DESA (2015). *World Economic Situation and Prospects*. New York. En www.obela.com

CAPÍTULO II LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Dra. Elda Molina Díaz
Centro de Investigaciones de Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

La liberalización, desregulación y desintermediación financieras, la complejidad de los instrumentos y operaciones que se llevan a cabo en los diferentes segmentos del mercado financiero, y el entorno de volatilidad de tipos de cambio y tasas de interés, así como de los precios de las mercancías, han incrementado la presencia de riesgos -de mercado y crediticios-⁶⁰ para todos los agentes involucrados en operaciones comerciales y financieras, y por tanto, la necesidad de buscar nuevos instrumentos que permitan su mejor administración.

La innovación en los mercados financieros, o la capacidad de estos (gracias a las características antes señaladas), de crear instrumentos que satisfagan las múltiples necesidades de los agentes que participan, ha posibilitado el surgimiento y desarrollo de productos, que por sus características resultan idóneos para la cobertura de riesgos. Entre estos se destacan los derivados financieros.

Existen otros instrumentos que también se usan para reducir o transferir riesgos, pero los derivados han adquirido gran importancia porque ofrecen una combinación de características no encontradas en otros activos: flexibilidad, variedad, liquidez, bajos costos relativos, facilidad de deshacer las operaciones si cambian las condiciones que la originaron, se pueden construir o combinar instrumentos de acuerdo a los requerimientos de una cartera específica, entre otras. Todo ello posibilita trazar estrategias que se adapten a la situación particular de los mercados y de los clientes.

Los derivados son instrumentos complejos y controvertidos, pues si bien posibilitan a los “usuarios” cubrirse de riesgos (función para la que fueron creados), y en ese sentido, proporcionar estabilidad a los mercados, también ofrecen amplias posibilidades para la especulación, uso que se ha extendido en la actualidad, incrementando la inestabilidad y la incertidumbre en los mercados financieros. Tanto es así, que se les ha hecho responsables de numerosas crisis financieras en los últimos años, o al menos de su profundización como ocurrió en la más reciente.

El objetivo del capítulo es mostrar la evolución de este segmento del mercado en los últimos años, destacando su vínculo con la crisis financiera. Este panorama contribuirá a argumentar el carácter complejo y controvertido de estos instrumentos.

⁶⁰ Por riesgo de mercado se entiende el riesgo de variación de precios de las mercancías, de las tasas de interés y de las tasas de cambio, por los que los participantes en los mercados (comerciantes, inversionistas, prestamistas o prestatarios), pueden ver reducidas sus ganancias o incrementados sus costos. El riesgo crediticio, de impago o de liquidez, es el que corren los prestamistas o inversionistas de que no les sea devuelto su crédito (y rendimientos) a causa de la quiebra del prestatario.

EL MERCADO DE DERIVADOS EN LA ACTUALIDAD

Los derivados financieros⁶¹ no son instrumentos nuevos. Transacciones que pudieran considerarse como tales se han usado desde épocas muy remotas. Lo novedoso en años más recientes es el gran dinamismo alcanzado por este mercado, asociado al surgimiento de nuevos instrumentos y estrategias y, consecuentemente, la ampliación de sus funciones.

Los años 70 se destacan como una etapa importante en el desarrollo de los derivados, por tres impulsos fundamentales: el fin del sistema de tasas de cambio fijas de Bretton Woods a principios de la década, que incrementó la volatilidad de tasas de cambio y tasas de interés haciendo más vulnerables los mercados; la ampliación del conocimiento acerca de estos instrumentos; y el desarrollo tecnológico, que permitió la extensión en su uso.

Los finales del siglo XX e inicios del XXI estuvieron marcados nuevamente por un fuerte dinamismo de los mercados de derivados, no sólo por el número y volumen de transacciones, sino también por el salto cualitativo en el desarrollo de nuevos y más complejos instrumentos. Lo más significativo fue la aparición a fines de los 90's de los derivados crediticios⁶².

El mercado de derivados mostró un crecimiento impresionante a lo largo de los años 2000 hasta la primera mitad de 2008, cuando se interrumpe su vertiginoso ascenso debido a la crisis financiera.

El mercado fuera de bolsas (OTC⁶³ según sus siglas en inglés) ha sido más importante y dinámico que las bolsas donde se negocian estos instrumentos, por ser más flexible y estar sujeto a menos regulaciones. Los montos nominales o nominales pendientes⁶⁴ negociados en bolsas crecieron en 95.3% de diciembre de 2002 a diciembre de 2004 (BIS, 2005) y desde entonces hasta diciembre de 2007 se expandieron en 69.7% (BIS, 2009), mientras los montos negociados en mercados OTC crecieron entre junio de 1998 y junio de 2001 en 38% (BIS, 2005), y desde esa fecha hasta el primer semestre del 2008 en 586% (BIS, 2009). (Gráfico 1)

⁶¹ Los derivados financieros, a pesar de no ser de reciente creación, son poco conocidos de manera general, por lo que vale hacer la aclaración de que se trata de instrumentos que se relacionan con un activo o pasivo determinado (mercancía, divisa, título, préstamo, índice, etc.) conocido como subyacente, pero que pueden negociarse independientemente de éste. Son contratos cuyo valor se deriva del valor del subyacente, de ahí su nombre, aunque en su precio inciden además otros factores. En esencia, son contratos en los que se acuerda cómo y a qué precio negociar ese subyacente en el futuro.

⁶² Los derivados crediticios protegen a los oferentes de créditos del riesgo de impago debido a la quiebra o insolvencia de la contraparte, transfiriendo este riesgo al vendedor de la protección, que lo asume a cambio de una comisión que le paga el comprador. Existen 2 tipos básicos de derivados crediticios: los que transfieren el riesgo total sobre un activo, el crediticio y el de mercado; y los que transfieren sólo el riesgo crediticio, conocidos como derivados de incumplimientos crediticios. Estos son los más usados, en particular los *swaps* de incumplimiento crediticio o CDS, como más se conoce por las siglas de su nombre en inglés (*Credit Default Swaps*), que representan alrededor del 97% de todos los derivados crediticios, por lo que, por lo general, se identifica derivado crediticio con CDS.

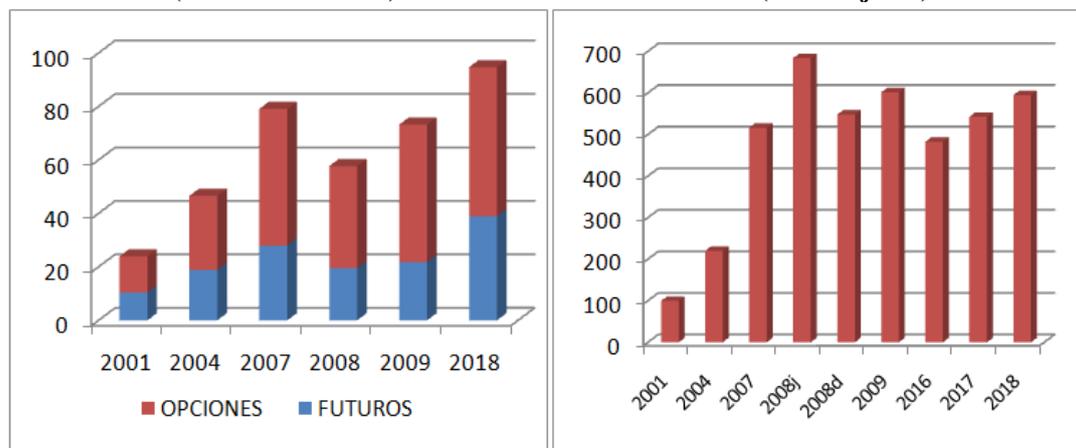
⁶³ OTC – Over the Counter.

⁶⁴ Suma de los valores nominales absolutos de todos los contratos abiertos (firmados y no liquidados) en la fecha del reporte, incluyendo el valor de los subyacentes.

Gráfico 1

Derivados negociados en BOLSAS
(valores nominales, billones de dólares)
(fines de diciembre)

Derivados negociados en mercados OTC
(valores nominales, billones de dólares)
(fines de junio)



Fuente: Elaborado en base a cifras de BIS, 2019^a

Fueron varios los factores que explicaron el vertiginoso incremento del mercado de derivados en esos años. Algunos están asociados a los rasgos que caracterizan a los mercados financieros (como la liberalización y desregulación financieras, la innovación, el incremento de los riesgos) y las características de los propios instrumentos (su flexibilidad, variedad, negociabilidad, liquidez), pero uno de los que más contribuyó a su rápido crecimiento en la primera mitad de la década de 2000, especialmente en los años anteriores a la crisis, y en particular en los segmentos de *swaps* de tasas de interés y CDS, fue el desarrollo de la espiral especulativa en el mercado hipotecario que dio origen a la crisis.

En los años de formación de la “burbuja”, los inversionistas se cubrían de eventuales pérdidas a través de la contratación de estos instrumentos, tanto para la cobertura del riesgo de variación de tasas de interés, como de incumplimiento crediticio.

El sostenido incremento del mercado de derivados se vio interrumpido en el segundo semestre de 2008. La crisis hipotecaria alcanzó a todos los segmentos del mercado financiero, y se tornó en crisis económica. Ello afectó tanto a los derivados negociados en bolsas como a los fuera de bolsas⁶⁵, pero sobre todo a los últimos. (Gráfico 1)

La contracción del crédito posterior a la crisis, debido a la afectación de las instituciones bancarias o por la renuencia de estas a otorgarlo debido a la incertidumbre reinante, incidió en la reducción de los derivados sobre tasas de interés. Por otra parte, la crisis económica resultante influyó en la disminución de contratos sobre mercancías, acciones y divisas. Pero sobre todo resultó afectado el segmento de derivados crediticios.

Al desatarse la crisis, los incumplimientos de las obligaciones fueron de tal magnitud que hicieron quebrar a numerosas instituciones vendedoras de protección y otras tuvieron que

⁶⁵ Los derivados negociados en mercados OTC (montos nominales) cayeron en 13.4% de junio a diciembre de 2008, y en las bolsas de 26.8% en diciembre de 2008 respecto al año anterior (BIS, 2009).

ser rescatadas para que no colapsaran⁶⁶, algunas de las cuales eran bancos importantes, lo que contribuyó de manera significativa a la profundización de la crisis en la segunda mitad de 2008.

A partir de 2009 el mercado comenzó a recobrase, aunque con ciertas peculiaridades. En primer lugar, la recuperación fue inestable al inicio, debido a varios factores: por una parte, muchos participantes se mostraban cautelosos ante la prevalencia del recuerdo de la crisis y sus consecuencias, además de otros factores objetivos, como la débil recuperación económica en Estados Unidos y Europa, la reducción del crecimiento de las economías emergentes luego de su buen desempeño en los años inmediatos a la crisis, y el surgimiento de otras dificultades asociadas al desempeño de sus mercados financieros y al aumento de su deuda interna y externa, entre otros. Todo ello ha conllevado a que algunos inversionistas se mostraran más sensibles de lo habitual ante cualquier acontecimiento. En sentido contrario, el largo período de bajas tasas de interés que siguió a la crisis para estimular el crecimiento económico, significó reducidos rendimientos de la inversión, lo que estimuló a los inversionistas a incrementar la toma de posiciones especulativas, incluso sobre la volatilidad de los propios mercados de derivados.

En segundo lugar, la crisis provocó modificaciones en el mercado de derivados, referidas no solo a la contracción inmediata y la recuperación incierta en los primeros años, con una gran volatilidad según los acontecimientos que se fueron suscitando en los diferentes mercados de los subyacentes, sino porque las afectaciones incidieron en la exigencia de regulaciones con vistas a incrementar la transparencia y la solidez del mercado, con el objetivo de intentar evitar situaciones similares en el futuro.

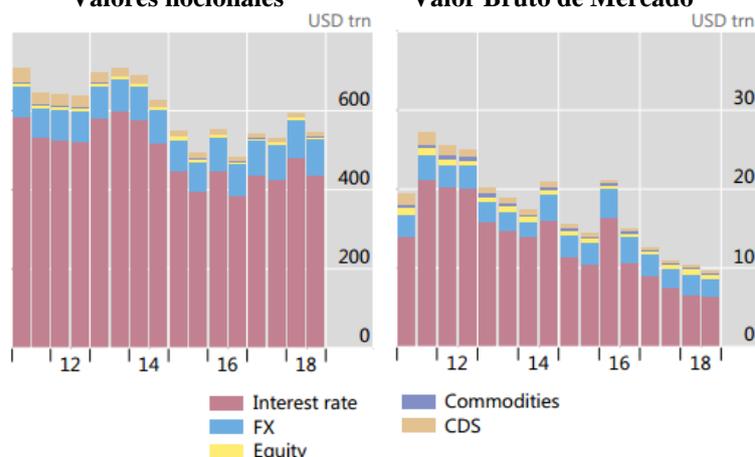
En ese sentido se han producido avances en términos de la estandarización de contratos, la ampliación de los requisitos de información (por ejemplo, exigencia de reportes), la compensación centralizada obligatoria y la introducción de requisitos de aportación (de capital, colaterales) y reposición de márgenes para un abanico amplio de derivados. (Aldaroso y Ehlers, 2018)

Cuando se observan los montos nominales pendientes de los contratos negociados en mercados OTC (Gráfico 1), se aprecia una reducción en los años 2015-16. Sin embargo, el gráfico 2, referido a la evolución del mercado por categoría de riesgos, muestra que la contracción ha ocurrido básicamente en el segmento de derivados sobre tasas de interés y en menor medida en los derivados crediticios, y sobre todo se observa una reducción en los valores brutos de mercado⁶⁷.

⁶⁶ Entre las instituciones financieras más afectadas se destacan el poderoso banco de inversión Lehman Brothers y la aseguradora American International Group (AIG). El primero colapsó y la segunda tuvo que ser rescatada por el gobierno. Se vieron afectados también importantes bancos como el Bank of America.

⁶⁷ Suma de los valores absolutos de los contratos abiertos evaluados al precio de mercado prevaleciente en la fecha de reporte, sin incluir el valor de los subyacentes.

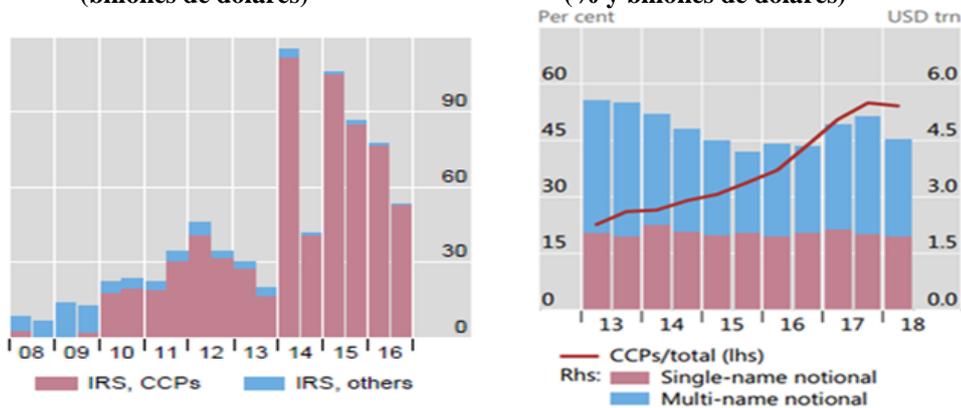
Gráfico 2
Derivados negociados en Mercados OTC por categoría de riesgos (billones de dólares)
Valores nominales Valor Bruto de Mercado



Fuente: BIS, 2019^b

Lo anterior obedece básicamente a la disminución del monto de los contratos abiertos, por la eliminación de contratos swaps redundantes a través de la compresión⁶⁸ de operaciones, que avanzó significativamente desde mediados de 2013, y en años posteriores debido al incremento de la contratación a través de Contrapartes Centrales (CC) (Gráfico 3), como resultado de las medidas regulatorias, y no a una reducción de su uso en términos absolutos.

Gráfico 3
Derivados OTC por tipo de intermediarios (valores nominales)
Swaps de tasas de interés CDS
(billones de dólares) (% y billones de dólares)



Nota: Barra Roja-con CC
 Barra Azul-con otros intermediarios

Fuente: BIS, 2016

Nota: Barra Roja-de referencia única⁶⁹
 Barra Azul-de referencia múltiple⁷⁰
 Línea Roja-% con CC
 Fuente: BIS, 2019^a

⁶⁸ La compresión es un proceso de eliminación de posiciones económicamente redundantes (neteo) que se puede producir entre agentes independientes o a través de entidades centrales.

⁶⁹ Los CDS de referencia única son derivados de crédito cuyo subyacente es una deuda de un deudor concreto, por ejemplo de una empresa, un banco, un soberano.

⁷⁰ En los CDS de referencia múltiple, los subyacentes corresponden a deudas de más de una entidad de referencia (de más de un deudor). De ellos, a los productos estructurados (instrumentos que empaquetan diferentes carteras en un nuevo valor), les corresponde aproximadamente el 95%.

En tercer lugar, el comportamiento por segmentos del mercado según los riesgos siempre ha estado asociado a la situación particular de los subyacentes, pero en sentido general, antes de la crisis todos crecían. Después de la crisis, la evolución de cada segmento ha sido bastante diferente, lo que se argumentará en el siguiente epígrafe, que profundiza en el comportamiento del mercado OTC por categoría de riesgo. En él se podrá apreciar el incremento del uso especulativo de algunos instrumentos.

Es de destacar además, que el repunte en la actividad del mercado de derivados después de la crisis no necesariamente es un signo positivo. Es cierto que ello constituye una medida de recuperación de la confianza de los inversionistas, pero también debe verse con precaución por varios motivos. Primero, el mercado de mayor tamaño y que más crece es el OTC, que resulta el menos transparente y, por consiguiente, más riesgoso, a pesar de los avances en su regulación. Segundo, el incremento en el uso especulativo de estos instrumentos le imprime mayor vulnerabilidad al mercado.

Un indicador que ilustra el incremento del uso especulativo de estos instrumentos es el apalancamiento, que ha ido en ascenso a lo largo de los 2000, y que se mide dividiendo el valor nocional entre el valor bruto de mercado. Para que se tenga una idea, en junio de 2012 el apalancamiento era del 25%, en junio de 2015 era de 36% y en junio de 2018 de más de 48%. Ello significa que por cada dólar pagado (o recibido) en la adquisición (o venta) de una posición de derivado, en 2018 se estaban negociando subyacentes por 48 dólares, cuando en 2012 un dólar sólo amparaba a 25 USD en subyacentes.

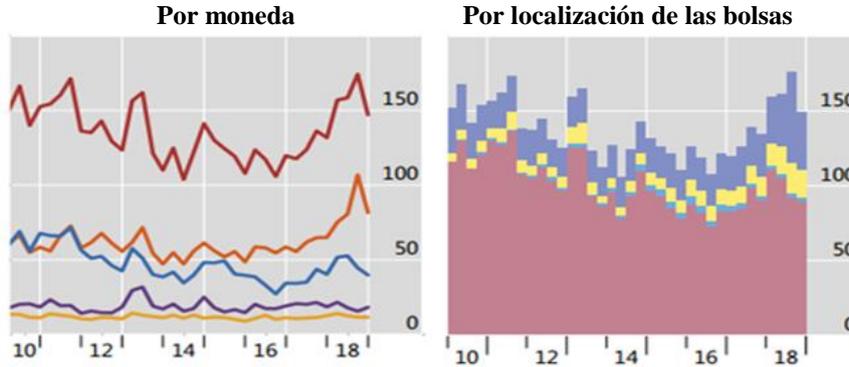
En relación también con el incremento del riesgo, se ha producido un reforzamiento de la tendencia a una mayor participación de “otras instituciones financieras” (que comprenden gestoras de activos, bancos pequeños, hedge funds y otros inversionistas institucionales) como los principales agentes que negocian estos instrumentos⁷¹. Estas son instituciones poco reguladas, que se caracterizan por realizar operaciones riesgosas con vistas a obtener altos rendimientos. Aun cuando la participación de estas otras instituciones había venido incrementándose de forma paulatina desde los años 90, por esos años predominaba la negociación por parte de entidades bancarias.

Por último, el mercado de derivados es básicamente un mercado de países altamente desarrollados. La negociación de contratos está muy concentrada geográficamente en determinadas regiones y países, y dentro de ellos en un pequeño número de centros financieros. Esta concentración ha aumentado con los años y es aún mayor en el caso de las bolsas (Gráfico 4) que en los mercados OTC. Así, en las 5 plazas más grandes del mundo (Londres, Nueva York, París, Tokio y Frankfurt) se realizan más del 70% de las transacciones, y por países, Estados Unidos acumula casi el 80% del valor bruto total de los nuevos contratos financieros.

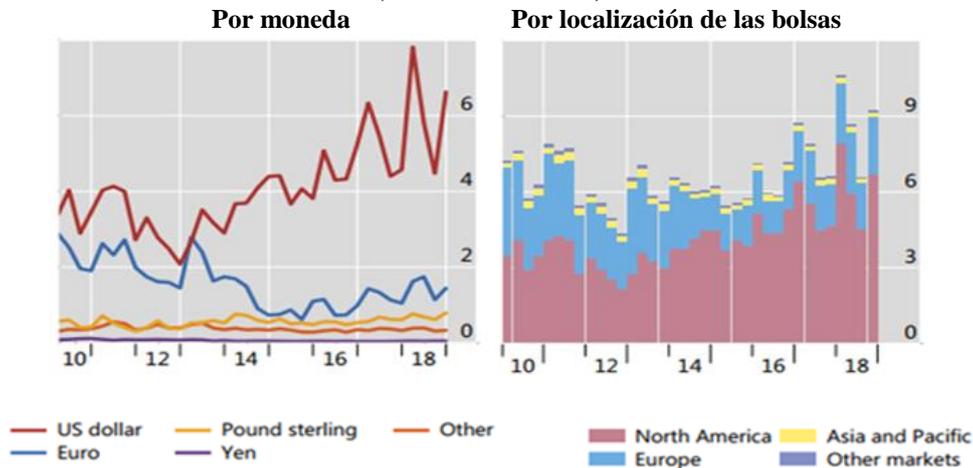
⁷¹ Es cierto que en el crecimiento de los montos de derivados negociados por otros intermediarios incide la tendencia al incremento de la negociación a través de CC, ya que estas son consideradas como “otros intermediarios financieros”, pero independientemente de ello, se ha producido un incremento de la participación de las otras instituciones mencionadas en los mercados de derivados.

Gráfico 4
Derivados negociados en BOLSAS (promedios diarios)

4.1 Derivados sobre divisas
(miles de millones de dólares)



4.2 Derivados sobre tasas de interés
(billones de dólares)



Fuente: BIS, 2019^a

En cuanto a la negociación de contratos fuera de bolsas, Londres también desempeña un papel muy activo, seguido de Estados Unidos.

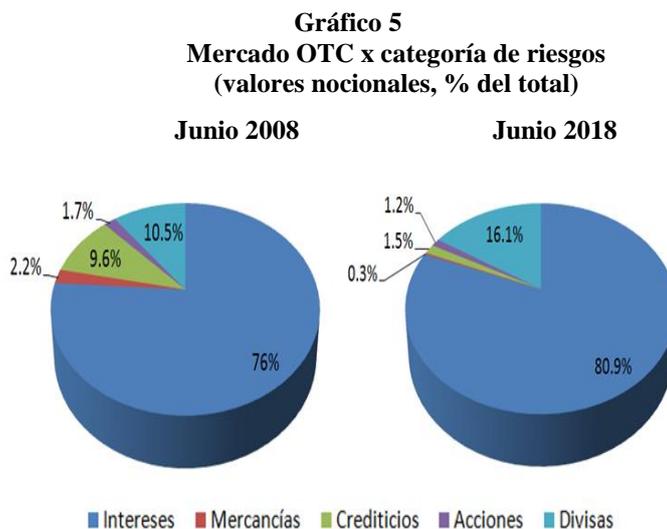
No obstante, la negociación de derivados en países subdesarrollados ha crecido en los últimos años, sobre todo en las llamadas economías emergentes, aunque los volúmenes negociados son prácticamente insignificantes en comparación con las otras regiones.

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS OTC POR CATEGORÍA DE RIESGOS

➤ Derivados sobre tasas de interés

El segmento de derivados sobre tasas de interés es el de mayor dimensión dentro del mercado de derivados OTC, representando más del 80% del total según los valores

nocionales⁷² (Gráfico 5). Es uno de los que menos sufrió los efectos de la crisis y más rápido se recuperó de ella.

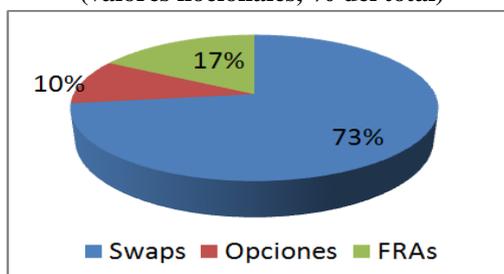


Fuente: BIS, 2010; BIS, 2019^a

Su tamaño y crecimiento se explica debido a que se trata de un mercado que ofrece sus servicios a un amplio número de clientes y porque su base, que son los créditos, tanto bancarios como en forma de títulos, es también significativa. En los últimos años se ha producido un incremento del crédito, no solo por la recuperación de las instituciones tradicionales, sino por el surgimiento y avance de nuevos intermediarios, institucionales y otros, como la llamada banca a la sombra, que ofrecen financiamiento a través de instrumentos de deuda más riesgosos, por ejemplo, los “productos estructurados”.

De este modo, se reafirma lo que se expresó antes acerca de que la contracción del mercado de derivados sobre tasas de interés experimentada a partir de 2014 se debe en realidad al aumento de la contratación de swaps -que son los principales instrumentos usados para este tipo de riesgo (Gráfico 6)-, a través de CC⁷³.

Gráfico 6
Derivados sobre tasas de interés por tipo de instrumento, Junio 2018
(valores nocionales, % del total)



Fuente: BIS, 2019^a

⁷² Cálculo en base a datos de (BIS, 2016)

⁷³ Casi 2/3 de los contratos de derivados sobre tasas de interés que se negocian en mercados OTC tienen lugar a través de estas entidades, cuando en 2009 sólo 1/5 de estos se negociaba por esta vía. (Faruqui, Huang y Takáts, 2018)

➤ Derivados sobre divisas

El mercado de derivados sobre divisas (como también se le conoce), es el segundo en importancia en cuanto a montos nominales negociados, aunque sólo representa alrededor del 16% del mercado total de derivados OTC (Gráfico 4), y es el más dinámico. Sufrió los efectos de la crisis de manera moderada y se mantiene como el de mejor desempeño después de ésta.

En ese comportamiento es determinante la expansión que de manera continua muestra el mercado de divisas, condicionada ante todo, porque una gran parte de la negociación de divisas ocurre más por motivos financieros (gran parte con un uso especulativo a través de derivados), que vinculados a la economía real.

Ha incidido también el incremento en la negociación de derivados sobre divisas en mercados emergentes en los últimos años por el auge de las inversiones en estos mercados (ante la baja rentabilidad de las economías avanzadas), pero sobre todo también por la utilización de sus monedas en operaciones especulativas.

➤ Derivados sobre acciones (índices de acciones)

Este segmento del mercado de derivados tiene un pequeño peso dentro del mercado de derivados OTC y su tendencia ha sido a disminuir después de la crisis (Gráfico 4).

En ello ha incidido la afectación de los mercados de valores después de la crisis, que han continuado siendo muy sensibles, lo que se ha traducido en una particular inestabilidad de los mercados de derivados relacionados con esos subyacentes.

Las acciones sobre las que más se negocian derivados son las de empresas europeas y estadounidenses. (BIS, 2019^a) En 2012 y 2013 se produjo un incremento inusitado en la negociación de derivados sobre acciones latinoamericanas (aunque solo representan 2% de este mercado) (BIS, 2016), como reflejo del buen desenvolvimiento mostrado por las empresas latinoamericanas, motivado por varios factores, entre ellos la menor afectación por la crisis; el crecimiento de los precios de las materias primas, que estimuló la especulación sobre el crecimiento de los precios de las acciones de empresas importantes productoras y comercializadoras de esos productos; y también influyó el prolongado período de bajas tasas de interés en las economías avanzadas que impulsó a los inversionistas a buscar mayores rendimientos en inversiones más riesgosas, entre ellas las acciones de empresas y los derivados sobre ellas.

Sin embargo, la inestabilidad de las bolsas se traslada al mercado de derivados relacionados con esos títulos. Así, hubo un crecimiento importante de la actividad en 2015, explicado porque los dividendos por acciones superaron los rendimientos de los bonos de alta calidad con un vencimiento más largo, lo que llevó a que las cotizaciones bursátiles alcanzaran máximos récords en economías avanzadas y emergentes, pese a que las perspectivas macroeconómicas continuaban siendo relativamente débiles. Pero,

seguidamente se produjo una caída debido al desplome de las bolsas de valores chinas de fines de ese año. (BIS, 2016)

➤ Derivados sobre productos básicos o mercancías

Los derivados sobre mercancías, que habían crecido de manera considerable antes de la crisis, debido fundamentalmente al aumento de los precios de los productos básicos a escala internacional, pero sobre todo por el incremento del uso de estos productos con fines especulativos, fundamentalmente a través de derivados, fue uno de los segmentos que más sufrió los efectos de ésta.

Durante la etapa de auge de los precios de las materias primas, los inversionistas financieros encontraron en los productos básicos un buen destino para colocar sus fondos de manera rentable, en particular en derivados financieros que tienen como subyacentes esos productos, en la mayor parte de los casos con fines especulativos. Después de la crisis cayó el interés de los inversionistas en primer término, por el impacto de esta sobre el comercio y, después, debido a la caída de los precios de las materias primas, que implicó una reducción en las posiciones financieras sobre productos básicos, en particular, en derivados.

➤ Derivados Crediticios (CDS)

Tras su surgimiento en la década de 1990, el mercado de derivados crediticios, en particular de CDS, registró un aumento paulatino, seguido de un crecimiento acelerado en el periodo previo a la crisis financiera de 2008, de modo que en ese período su volumen se multiplicó casi por 10.

Su espectacular crecimiento se debió, fundamentalmente, al incremento del riesgo y la incertidumbre en los mercados crediticios y la natural aversión al riesgo de los inversionistas; pero sobre todo, aunque resulte aparentemente contradictorio, a que muchos inversionistas, buscando incrementar sus ganancias, se involucran de manera creciente en actividades más riesgosas, incluyendo operaciones con derivados.

En este sentido, se destacan dos momentos importantes: primero, el auge de las inversiones en mercados emergentes, y hacia mediados de los 2000, la titularización de las deudas hipotecarias de Estados Unidos. En ambos casos se produjo un incremento del uso de CDS referidos a esas deudas.

Ha incidido también de manera importante en su crecimiento, el aumento en el uso de los derivados crediticios con fines especulativos, al punto de que se pueden comprar y vender varios contratos de CDS referidos a una única deuda, lo que indica que muchos inversionistas compran CDS no para asegurar una deuda contra incumplimiento, sino para apostar a la quiebra de una entidad deudora. Este tipo de operaciones fueron muy usadas en

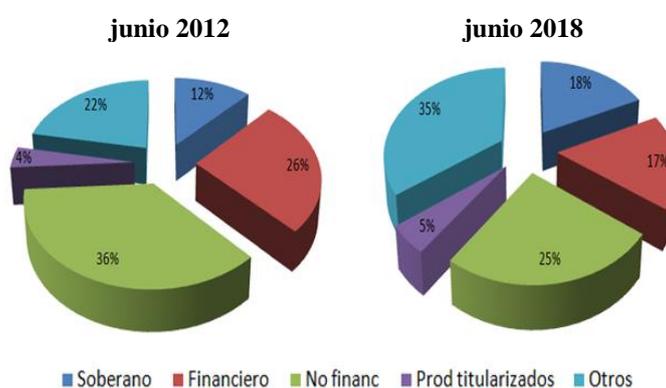
el período de gestación de la crisis financiera, y de hecho, fue una de las causas de su agravamiento después que esta estalló⁷⁴.

Así, el mercado mundial de CDS resultó el más dañado con la crisis y después de esta se ha contraído de forma prácticamente ininterrumpida, perdiendo peso de manera importante en el total de derivados negociados. (Gráfico 4)

Las consecuencias para el mercado de derivados y financiero en general, de lo acontecido en el segmento de los CDS, fueron el motivo por el que se decidió imponer algo de regulación sobre el mismo, y el resultado ha sido un cambio en la estructura de este mercado que se ha traducido en una disminución de los riesgos asociados a estos instrumentos.

La reducción de las posiciones entre intermediarios y la eliminación de contratos redundantes, al compensarse a través de CC, que ha tenido un peso importante en la contracción del mercado, y el aumento de las operaciones estandarizadas, han contribuido a reducir los riesgos de contraparte. Asimismo, en los últimos años también se ha reducido el riesgo de los subyacentes, pues estos se han desplazado hacia títulos soberanos (Gráfico 7) y carteras de valores con mejores calificaciones crediticias (Gráfico 8).

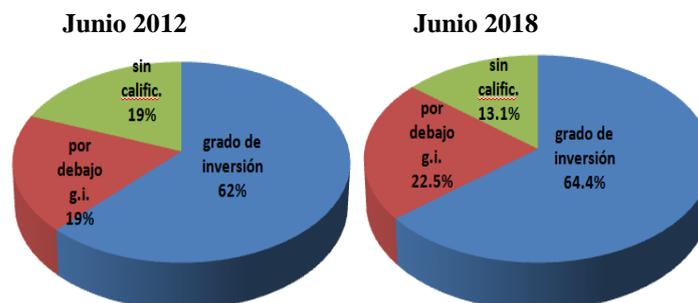
Gráfico 7
Uso de CDS x sector de procedencia de las deudas
(valores nominales, % del total)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2013; BIS, 2019^a

⁷⁴ Por ejemplo, en el momento de la declaración de bancarrota (Sep 14/2008), Lehman Brothers tenía aproximadamente USD155 mil millones de deuda pendiente propia y cerca de USD 400 mil millones en valor nominal de contratos CDS establecidos con referencia a esa deuda. (Molina,2010)

Gráfico 8
Uso de CDS por ratings de riesgos de las deudas
(valores nominales, % del total)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2013; BIS, 2019^a

De todos modos, lo anterior no significa que el riesgo sistémico desaparece. Ahora el riesgo de la contraparte es absorbido por las entidades compensatorias centralizadoras, aunque las autoridades han impuesto también medidas para reducirlos, entre ellas, varios colchones de seguridad como fondos de garantía colectiva, múltiples niveles de requisitos de aportación y reposición de márgenes, así como requerimientos de capital y coeficientes de reservas para las propias CC.

Asimismo, algunas instituciones están más expuestas que otras. La actividad de compensación tiende a concentrarse más en determinadas entidades y bancos vinculada a las CC, las que resultan más vulnerables en momentos de dificultades.

Por otra parte, el mercado en términos absolutos no se ha reducido si se tiene en cuenta que después del primer impacto de la crisis y ante el largo período de bajas tasas de interés para reanimar la economía, que estimuló el apetito por el riesgo en búsqueda de mayor rentabilidad, se ha impulsado la inversión en deuda de baja calidad crediticia como bonos soberanos de países de la periferia de la zona del euro y de los subdesarrollados, deudas de empresas riesgosas y bonos de empresas de economías emergentes y productos financieros estructurados.

Tampoco se puede asegurar que los riesgos desaparecen si se considera que la deuda soberana tradicionalmente se ha considerado más segura, pero en los últimos años por su incremento en proporciones significativas y el peligro de no pago de muchos deudores, se ha vuelto más riesgosa⁷⁵. Por otra parte, se ha recuperado la tendencia al incremento de CDS sobre productos titularizados (Gráfico 7), también más riesgosos, que se habían reducido en los años inmediatos a la crisis.

En ese mismo sentido, es cierto que en cuanto a la calificación crediticia de los subyacentes, la mayor proporción de CDS es sobre inversiones más seguras, pero de 2012

⁷⁵ Uno de los elementos que más influye en el valor de los CDS, es la apreciación del mercado acerca del riesgo. En estos momentos, por ejemplo, el valor de los CDS sobre la deuda soberana argentina se ha disparado, siendo superado solo por los de Venezuela, lo que significa que el mercado considera probable que el país caiga en *default*. (Smink, 2019)

a 2018, el incremento de contratos de este tipo fue de solo 4%, mientras que los relacionados con inversiones “por debajo del grado de inversión” fueron los que más crecieron, en 84% en el período. (Gráfico 8)

CONSIDERACIONES FINALES

El segmento de derivados financieros ha sido uno de los más dinámicos entre los que conforman los mercados financieros, no sólo por la posibilidad que brindan de cubrir riesgos en un entorno tan volátil e incierto, sino porque son ampliamente usados con fines especulativos.

En ese sentido, su amplio uso en la actualidad constituye un arma de doble filo para la estabilidad de los mercados financieros. Si bien es cierto que por sus características son instrumentos ideales para cubrir riesgos de mercado y crediticios, estos también les imprimen mayor vulnerabilidad a los mercados financieros.

Son indiscutibles sus ventajas, sobre todo en términos de flexibilidad, variedad, liquidez, facilidad de deshacer las operaciones si cambian las condiciones que las originaron y costos relativos (menos costosos que otros existentes para fines similares o en comparación con las posibles pérdidas por no usarlos). Sin embargo, eso no significa que resulten baratos, de hecho ello constituye uno de los motivos de su poco empleo por parte de muchas empresas. Por otra parte, son también instrumentos potencialmente riesgosos por su complejidad, flexibilidad y su creciente uso especulativo.

Adicionalmente, estos instrumentos al negociarse en los mercados financieros, están expuestos a los riesgos intrínsecos a su funcionamiento. A ello hay que agregar los que pueden resultar de su uso indebido, ya sea porque las estrategias escogidas no sean las más adecuadas, no se cumplan las expectativas sobre las que se montó la operación, se seleccionen incorrectamente, o se utilicen de manera fraudulenta.

Existen numerosos ejemplos de pérdidas financieras sufridas por gobiernos municipales, corporaciones muy conocidas, fondos de inversión y bancos, que se han asociado al uso de los derivados en la década de los 90 y, más recientemente durante la crisis de 2007-2008, como se refirió antes. No obstante, en la mayoría de los casos se pudo comprobar que los desastres se debieron a una mala administración de riesgos y que se trató de actividades en extremo riesgosas que tenían como objetivo obtener cuantiosos beneficios. Ello permite afirmar que lo que hace riesgosos a los derivados, en última instancia es la manera en que se usen.

También se pueden encontrar ejemplos de empleo exitoso de estos instrumentos, no sólo por parte de empresas e instituciones de naciones desarrolladas, sino también de países subdesarrollados dependientes del comercio exterior, sobre todo en la cobertura de riesgos de variación de precios de las mercancías. Incluso, estos instrumentos permiten obtener recursos financieros adicionales que pueden contribuir a la actividad principal de una entidad, o reducir los costos de las propias coberturas. Además, los derivados crediticios, como se

mencionó antes, facilitan la obtención de préstamos e inversiones por parte de prestatarios poco confiables, al reducir el riesgo de los que los prestamistas e inversionistas.

Por otra parte, como en otros tipos de riesgos, existen también mecanismos de gestión para los asociados al uso de derivados, que parten de los mismos principios generales de la administración de riesgos. Ello incluye la correcta selección del instrumento y de la estrategia; el cálculo de la efectividad de una cobertura y de su costo; la combinación de diferentes instrumentos o posiciones con derivados tratando de aprovechar las ventajas que aportan cada uno; entre otros elementos.

Desde el punto de vista de los mercados, se hizo referencia en el capítulo a los intentos de regular el uso de estos instrumentos con el objetivo de crear condiciones de seguridad y de estabilidad. En ese sentido, aunque se han producido avances, los progresos son insuficientes. Además, ello no garantiza la idoneidad de los términos y condiciones que contienen los contratos, ni que se cumplan todas las reglas establecidas. La realidad es que se trata de un proceso muy complejo, no sólo desde el punto de vista técnico, sino porque existen intereses económicos y políticos que limitan la efectiva implementación de las leyes y regulaciones.

En síntesis, si bien los derivados financieros son instrumentos muy eficientes para la cobertura de riesgos, en un contexto de extrema vulnerabilidad de los mercados financieros, un crecimiento desmedido de su uso puede convertirse en un factor de riesgo adicional, más cuando la regulación no ha dado los resultados esperados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aldasoro, I., Ehlers, T. (2018). El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio. *Informe Trimestral del Banco de Pagos Internacionales (BIS)*, junio. www.bis.org
- BIS (Bank for International Settlements), (2019b). *Quarterly Review*, Sep., Basilea, <http://www.bis.org>
- _____ (2019^a). *Quarterly Review*, Mar.
- _____ (2018). *Quarterly Review*, Dec.
- _____ (2016). *Quarterly Review*, Dec.
- _____ (2013). *Statistical release. OTC derivatives statistics at end-June 2013*, Nov.
- _____ (2010). *Quarterly Review*, Dec.
- _____ (2009). *Quarterly Review*, Sep.
- _____ (2005). *Triennial Central Bank Survey*, Mar.
- Faruqui, U., Huang, W., Takáts, E. (2018). Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus, *BIS Quarterly Review*, Dec.
- Molina, E. (2010). El mercado de derivados. Comportamiento en el contexto de la crisis, *De la Economía Internacional* (Centro de Investigaciones de Economía Internacional), ISBN 978-959-16-1375-2
- Smink, V. (2019). ¿Qué son los seguros contra default y por qué su subida preocupa a Argentina?, *BBC Mundo*, Buenos Aires, abril 8. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-47914600>

OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- Bloxham, E. (2014). How we can prevent another financial derivatives disaster, *Fortune*, Oct 20, <http://fortune.com/2014/10/20/derivatives-big-banks-living-wills/>
- CFTC (Commodities and Futures Trading Commission), (2010). *Dodd-Frank Act*, <http://www.cftc.gov/lawregulation/doddfrankact/index.htm>, consultado el 23/01/2014
- _____ (2012). *Dodd-Frank Final Rules, Guidance, Exemptive orders and other actions*, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/Dodd-FrankFinalRules/index.htm>
- FSB (Financial Stability Board), (2014). *OTC Derivatives market reforms. Eight Progress Report on Implementation*, Nov 7, Basilea, <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r-141107.pdf>
- FSA (Financial Services Authority), (2012). *European Market Infrastructure Regulation*, http://ec.europa.eu/internal-market/financial_markets/derivatives/index_en.htm
- OCC (Office of the Comptroller of the Currency) (2014). *OCC's quarterly report on bank trading and derivatives activities*, Third Quarter. Washington, DC., 2019, <http://www.occ.gov/>

CAPÍTULO III

FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HACIA LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO: EVOLUCIÓN Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

Dra. Carola Salas Couce

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

Desde finales del siglo XIX y principios del siglo XX y con la entrada del capitalismo en su fase imperialista se consolida el proceso de internacionalización de la producción y el capital. La exportación de capitales- a diferencia de la exportación de mercancías- adquiere un carácter preponderante tal cual lo definió Vladimir Ilich Lenin en su libro “El imperialismo, fase superior del capitalismo” (1916) y los flujos internacionales de capital comienzan a desempeñar un rol muy importante en las dinámicas globales y nacionales.

La obtención flujos internacionales de capital es una condición imprescindible para la reproducción económica de los países en desarrollo debido a la insuficiencia de las fuentes internas de acumulación para generar recursos que cubran la demanda nacional y la inversión y permitan la consecución de las metas de crecimiento económico y social.

Las economías desarrolladas también generan procesos urgidos de complementarse con recursos externos dentro de interdependencias recíprocas vinculadas a la globalización de la economía internacional, las estrategias transnacionales, el cambio tecnológico y las necesidades de valorización.

El movimiento internacional de capitales, de acuerdo a la visión convencional, permite una asignación óptima del ahorro mundial ya que posibilita el flujo de capitales para la inversión en países con tasas superiores de retorno a países con insuficiencia de ahorro.

El propio desarrollo de la globalización determina la interdependencia creciente entre los países de diferentes niveles de desarrollo en una unidad de contrarios bien establecida.

Las economías desarrolladas necesitan como nunca antes a las de menor desarrollo para garantizar su reproducción ampliada y esto ha determinado su interés y motivación en las dinámicas y tendencias de los flujos internacionales de capital. Aunque los inversores internacionales evalúan como una opción rentable la colocación de sus capitales en los países en desarrollo consideran amenazas a sus propios intereses geoestratégicos y de seguridad nacional entornos vulnerables y de riesgos elevados.

En los países en desarrollo las brechas, la falta de mercados para sus productos, el atraso tecnológico, la dependencia y la complejidad social, el aumento de la inmigración ilegal, la violencia, el terrorismo, el cambio climático y las pandemias imponen un costo muy alto a la cantidad y calidad de los flujos que reciben.

Según la lógica de internacionalización del capital, quien invierte su dinero buscará hacerlo en aquellos países cuyas condiciones le sean más favorables y donde puedan obtener

mayores márgenes de ganancia resultando que aquel país que se encuentra en peores condiciones, y es el más necesitado, tiene mayores dificultades para acceder a los recursos que pudieran suplir sus necesidades de ahorro interno.

Diversas situaciones y de distinta naturaleza influyen en las dinámicas entre los países desarrollados y en desarrollo que alejan las coincidencias de intereses en materia de flujos mientras no se asuma una lógica diferente a la que emana de las relaciones entre acreedores y deudores.

A este escenario complejo entre oferentes y demandantes de capital se le adiciona el problema de las políticas públicas y corporativas que se instrumentan y que deberán ser capaces de resolver este conflicto de intereses.

Para las economías en desarrollo el diseño de políticas es mucho más complejo. Sus efectos, y los lazos de dependencia comercial, tecnológica y financiera que estos flujos pueden generar requieren de un excelente diseño de políticas públicas y corporativas.

No siempre más es mejor, son necesarios los controles de capital para regular las entradas y salidas y que diseñadores y ejecutores de políticas sean capaces de lograr que los recursos que se capten (financieros, materiales, tecnológicos) permitan conseguir los objetivos propuestos.

La necesaria regulación de los flujos de entrada y salida de capitales no siempre es entendida y dentro del esquema neoliberal llegó a convertirse en enemigo público, sin embargo: ¿Por qué regular? Algunas razones se desprenden de experiencias negativas anteriores especialmente en los años noventa del pasado siglo y destacan las siguientes:

- Elevar la autonomía de la política monetaria y ganar espacios para hacer política económica.
- Controlar la evolución del tipo de cambio evitando apreciaciones excesivas por entradas masivas.
- Reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal y real.
- Dar respuestas a las fallas de información en los mercados financieros.
- Favorecer la estabilidad financiera y evitar el apalancamiento excesivo en moneda extranjera.
- Atenuar el carácter cíclico de las entradas.
- Orientar el destino y tipología de los flujos.
- Determinar la capacidad de absorción de la economía y ajustar las instituciones.
- Evaluar el tipo de flujo y evitar la entrada descontrolada de capital de corto plazo que eleva el endeudamiento.
- Desalentar y regular los flujos especulativos.

No basta con fuentes de financiamiento externas ni con flujos de capital sistemáticos, si no están acompañados de políticas internas bien diseñadas y consensuadas con los diferentes actores económicos para lograr las metas trazadas.

El movimiento inestable de los flujos financieros internacionales en búsqueda de mayores espacios de realización y rentabilidad disparan las primas de riesgo y la volatilidad, pero también la incertidumbre y la complejidad en el diseño de políticas públicas que deberán ser capaces de multiplicar los efectos positivos de las entradas de capitales externos.

A pesar de los progresos cuantitativos y los enfoques más realistas y novedosos observados en el enfoque internacional acerca del papel y lugar de los flujos internacionales de capital en las dinámicas internas de las economías en desarrollo resultan insuficientes los mecanismos de control y la ejecución de los acuerdos y estrategias que se diseñan tanto al interior de las economías domésticas como a nivel global.

La realidad se distancia de manera apreciable de tal equilibrio y una buena cantidad de distorsiones y elevados costos acompañan a sus movimientos.

Este capítulo se propone analizar la evolución de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo y ofrecer recomendaciones de políticas para su mejor utilización.

CARACTERIZACIÓN DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

Los flujos internacionales de capital provienen de fuentes diversas, públicas y privadas. La financiación pública u oficial es aquella que se deriva de los gobiernos y proviene de canales oficiales bilaterales o bien de instituciones multilaterales incluyendo la Banca de Desarrollo Multilateral, organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), bancos regionales o instituciones multilaterales no financieras como los organismos y agencias del sistema de Naciones Unidas.

A nivel bilateral predominan los flujos oficiales en condiciones concesionales, mientras que a nivel multilateral destacan los flujos oficiales en condiciones ordinarias. El desglose de los flujos netos oficiales por sus componentes de flujos en condiciones favorables y en condiciones ordinarias y por tipo de proveedor —multilateral o bilateral— ha variado a lo largo de los decenios en función de los intereses geoestratégicos de los donantes y las condicionalidades de naturaleza política.

Los principales instrumentos que se utilizan son: las donaciones, los créditos a las exportaciones, la asistencia técnica, la ayuda humanitaria y los enmarcados en los proyectos de alivio de la deuda. En este tipo de flujos adquiere particular significado la llamada asistencia oficial al desarrollo (AOD) o “ayuda” al desarrollo.

La definición oficial del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD)⁷⁶ de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) data de 1973, y establece que estos recursos consisten en flujos para países en desarrollo e instituciones multilaterales provenientes de agencias oficiales, incluyéndose gobiernos estatales y locales, o por medio de sus agencias ejecutoras, a cada transmisión que cumpla con la particularidad de ser administrada bajo la búsqueda de la promoción del desarrollo económico y el bienestar de los países como su objetivo principal, y sea concesionaria conteniendo un elemento de donación de al menos 25 %.

Junto a esa financiación pública, concesional o no, existen otras formas de cooperación al desarrollo, también decididas por los gobiernos, pero que no suponen transferencias de recursos. A veces se traducen en concesiones comerciales, como las de la Unión Europea (UE) a los países de Asia, Caribe y Pacífico (ACP) antiguas colonias de sus países miembros.

Los flujos privados provienen de empresas y bancos u organismos financieros de diverso tipo y tienen como principales instrumentos: inversión extranjera directa, inversión de cartera y préstamos.

La inversión extranjera directa (IED) establece una relación de L/P; refleja un interés duradero y supone el control de una entidad en una economía distinta a la del inversor. Es necesaria la propiedad del 10% de las acciones ordinarias o comunes. (UNCTAD, 1999). Es una inversión dirigida a la ampliación o creación de capacidad productiva. Genera utilidades.

La IED es un financiamiento más estable y de más largo plazo que, al menos en la teoría, puede mejorar los niveles de inversión, productividad y competitividad; además de generar empleo, la transferencia de tecnologías y la utilización de capacidades instaladas en los países beneficiados, acceso a mercados internacionales y capital fresco.

Tiene carácter selectivo, concentrado y procíclico su contribución al receptor difiere por países, circunstancias y políticas aplicadas.

Por su parte, la inversión en cartera (IEC) no implica un interés significativo y duradero en el control de la empresa receptora. Se produce a través de acciones, bonos y depósitos. Genera intereses o dividendos. Los inversores no suelen participar en la gestión de la sociedad en la que invierten porque único fin es disponer de una inversión rentable.

La línea que separa ambas formas de invertir no es clara, variando los criterios cuantitativos desde un 10% hasta un 25% de control sobre el total del capital de la empresa para considerarla como directa, hasta otros que no establecen ningún porcentaje y la consideran evaluando el carácter de la inversión. Realmente más allá de las

⁷⁶ El Comité de Asistencia al Desarrollo (CAD), un órgano especializado de la Organización para la Cooperación al Desarrollo (OECD) que establece las principales directrices de la política de cooperación internacional para las instituciones y países miembros.

determinaciones cuantitativas lo que verdaderamente deberá distinguir a la una de la otra es el destino sectorial pues la IED va al sector productivo y la IEC al mercado de dinero.

Fundamentalmente en el sector de los servicios (turismo, financieros, empresariales), aparecieron las llamadas inversiones indirectas, o formas no convencionales, que agrupan a una amplia gama de contratos internacionales, en especial: subcontratación, contratos llave en mano, alianzas estratégicas, concesiones y licencias, contratos de I&D, asistencia técnica, mercadeo, gerencia o administración de una amplia difusión en los últimos años. Generan regalías, derechos y comisiones.

La inversión tiene dos modalidades básicas, el llamado *greenfield* que implica aportes de capital, nueva inversión, y las fusiones y adquisiciones. En las fusiones los activos existentes se fusionan y las operaciones de las dos sociedades se combinan para constituir una nueva entidad con personalidad jurídica propia. En el caso de las adquisiciones, el control del activo y las operaciones se transfieren de una empresa local a una extranjera.

El préstamo es otro instrumento básico para captar financiamiento de fuentes privadas e implica el establecimiento de obligaciones bancarias de corto mediano y largo plazo. Después de la crisis de la deuda este instrumento es muy selectivo y los prestatarios de “dudosa” solvencia lo reciben de manera restrictiva, con altos intereses y plazos de amortización bien cortos.

En casos de alto nivel de comprometimiento financiero se utilizan los llamados préstamos sindicados que no es más que un préstamo colegiado entre varios bancos para reducir los riesgos de exposición ante prestatarios de dudosa solvencia.

El hecho de que los flujos privados casi en su totalidad se canalicen a través del mercado implica que los destinatarios deben tener las condiciones suficientes y necesarias para poder cumplir con las condiciones que impone el mismo y los costos sociales y humanos en la mayoría de los casos son más altos que los beneficios de su obtención.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL HACIA LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO.

Los flujos internacionales de capital se caracterizan por presentar gran inestabilidad, pero pueden realizarse análisis generales y agrupar movimientos tendenciales por décadas.

La desintegración del sistema colonial permitió la conformación de una red internacional de interdependencias recíprocas entre las ex metrópolis y sus antiguas colonias. Las nuevas relaciones neocoloniales consolidaron el papel de suministradores de materias primas y productos primarios a las ex colonias y llevaron la dependencia a formas más sofisticadas de naturaleza financiera, y tecnológica.

En 1961, las Naciones Unidas proclamó el “Primer decenio para el Desarrollo” fijando un conjunto de objetivos no obligatorios y sin medidas concretas, pero que constituyeron un primer programa mundial diseñado en función de los países en desarrollo y fijó

determinadas metas en materia de financiamiento internacional y prioridades de los flujos financieros internacionales.

En 1969, a partir del Informe Pearson⁷⁷ ante la Organización de las Naciones Unidas (ONU), surge la recomendación de que los países desarrollados destinaran el 1% de su producto nacional bruto (PNB) a financiar el desarrollo de los países de menor desarrollo relativo y el 0,7, en particular, como “ayuda oficial al desarrollo (AOD).

Durante todo el período de la posguerra y hasta finales de los años sesenta predominó el financiamiento internacional proveniente de flujos de naturaleza oficial. En los años posteriores a la II Guerra mundial entró en vigor el Plan Marshall, con el cual Estados Unidos de América (EUA), transfirieron alrededor de 15 000 millones de dólares para la reconstrucción de Europa Occidental y la contención del socialismo que se había convertido en un sistema mundial.

Sin embargo, los cambios que acontecieron en la economía internacional en los años setenta determinaron un nuevo comportamiento en el patrón de financiamiento internacional en detrimento de los flujos oficiales y a favor de los flujos privados.

La caída de los flujos de carácter oficial se debió al mal comportamiento durante el período señalado de la Ayuda Oficial al Desarrollo por parte de muchos gobiernos de países desarrollados que incumplieron con el acuerdo establecido en la mencionada Estrategia Internacional de Desarrollo, pero, básicamente, una serie de acontecimientos de naturaleza estructural fueron determinando cambios en la economía global.

En los años setenta del pasado siglo tiene lugar el derrumbe del sistema monetario internacional de Bretton Woods implantado después de la II GM y que tuvo al dólar como principal activo de reserva, medio de pago y única moneda convertible directamente en oro. En 1971 se produce la primera devaluación del dólar, en 1973 la segunda y el fin de facto de ese sistema.

A partir de entonces las tasas de cambios flotantes, la liberalización y desregulación y el agotamiento de las formas directas de ejercicio del control, típicas de las concepciones keynesianas, produjeron importantes cambios en las corrientes internacionales de capital.

Las nuevas condiciones en la esfera de la circulación conjuntamente con una crisis importante en la esfera de la producción, la reducción de la cuota de ganancia industrial y la subida de los precios del petróleo alimentaron el traslado del capital a la esfera de la circulación bajo la forma de capital de préstamo, lo cual fortaleció y consolidó al euromercado, y los eurobancos (instituciones especializadas en realizar operaciones con moneda extranjera) se convirtieron en el destino de una importante cantidad de capital proveniente de los países en desarrollo especialmente de los exportadores de petróleo.

⁷⁷ En Agosto de 1965 el Presidente del Banco Mundial Robert Mc Namara solicitó a Lester B. Pearson ex primer ministro de Canadá y Premio Nobel de la Paz realizar un estudio sobre el financiamiento internacional y las responsabilidades de donantes y receptores que se tituló: *Partners in Development* y es comúnmente conocido por “Informe Pearson” en alusión a su autor.

El flujo de los llamados petrodólares hacia los eurobancos garantizó una gran liquidez en los mercados internacionales de capital, exuberancia en las corrientes internacionales y determinó un boom crediticio que da nombre a la década en materia financiera y un cambio en la dinámica de los flujos internacionales de capital.

El euromercado, en plena madurez en la década de los setenta desempeñó un rol muy importante por su peculiaridad distintiva de mercado no regulado especializado en operaciones con monedas extranjeras, libres del control de sus autoridades de emisión. El reciclaje de los petrodólares a través del euromercado aumentó la disponibilidad de recursos financieros a los países necesitados de ahorro externo y a finales de la década los recursos privados obtenidos por esta vía ascendieron hasta casi el 70 % del financiamiento total.

A pesar del predominio absoluto del financiamiento bancario vía préstamos y la relativa facilidad con que fue recibido por los países requeridos de ahorro externo no todos los países fueron avalados como sujetos de crédito en las mismas condiciones, sino preferentemente aquellos cuyos niveles de ingresos eran comparativamente superiores, tal fue el caso de varios países latinoamericanos que obtuvieron grandes créditos de bancos norteamericanos, europeos y japoneses, mientras que los de bajos ingresos continuaron dependiendo del financiamiento de fuentes oficiales.

La sustitución de las fuentes de financiamiento oficiales por los préstamos bancarios en las economías en desarrollo implicó el acceso a fuentes dinámicas de financiamiento, pero por otra parte, trajo un mayor control externo sobre sus decisiones de políticas macroeconómicas y de inversión lo cual, unido a las condiciones de mercado en que fueron otorgados (tasas de interés altas y cortos períodos de amortización) sentaron las bases para una aguda crisis de financiamiento en los años siguientes.

La década de los ochenta trajo consigo importantes cambios en la política económica de los países desarrollados. El diseño y puesta en funcionamiento de políticas de mercado corte neoliberal en los gobiernos de Margaret Thatcher en el Reino Unido y especialmente Ronald Reagan en los Estados Unidos determinaron cambios sustanciales en las corrientes internacionales de capital.

La subida de las tasas de interés en los Estados Unidos para controlar la inflación provocó una importante afluencia de capital a depósito hacia ese país y por tanto salida de capitales del resto del mundo hacia su mercado de valores. La orientación de los flujos internacionales de capital privilegió (a diferencia de la década anterior) a los países desarrollados y el incremento en la demanda de dólares provocó su apreciación.

Además de los cambios en la orientación geográfica de los flujos internacionales de capital los países en desarrollo debieron enfrentar la apreciación del dólar que incrementó el valor nominal de una deuda en niveles muy altos, contratada con acreedores privados y en condiciones de mercado.

Esta situación determinó un fuerte revés a la capacidad de pago de los deudores y la declaratoria de una moratoria de pagos en cadena que prácticamente colapsó los flujos internacionales de capital.

La ruptura del proceso de endeudamiento conocido como “crisis de la deuda” representó una dura contracción de los flujos financieros especialmente los crediticios, y la puesta en marcha de repetitivos acuerdos con acreedores extranjeros que marcaron el horizonte financiero de los años ochenta con serias secuelas económicas para los países deudores.

La crisis de la deuda, alimentada lentamente por un endeudamiento irresponsable desde los años 60, estalló en 1982 con la suspensión de pagos de México. Esto provocó la implementación forzada, por parte de la mayoría de los países endeudados, de programas de ajuste que vieron reducirse drásticamente las políticas sociales y tuvieron consecuencias muy graves en los niveles de vida de la población.

Los bancos asumieron una posición restrictiva y cautelosa para el otorgamiento de nuevos créditos y se enfrascaron en aliviar la deuda de forma bilateral y, conjuntamente con el FMI, promovieron drásticos programas de austeridad y ajuste para los países endeudados.

Como resultado de toda la dinámica de cambios señalada las fuentes oficiales de financiamiento se convierten nuevamente en protagonistas, no por cambios propios e incrementos cuantitativos sustanciales, sino por detrimento de las fuentes privadas.

La estrategia acreedora, aunque carente de soluciones de fondo, condicionada e insuficiente, junto al cambio en la política económica de los deudores para volver a convertirse en destino atractivo para el capital internacional, permitió aliviar la magnitud del endeudamiento y que los países recuperaran en alguna medida su capacidad de pago.

Desde el segundo lustro del decenio se constata cierta reanimación de los flujos internacionales a favor de las naciones en desarrollo como consecuencia del despliegue de los mecanismos diseñados en la estrategia acreedora, del cambio en la política económica de estos países y la implementación de los programas de ajuste del FMI, pero la banca continuó con su postura restrictiva.

Las políticas diseñadas por los países en desarrollo, bajo la dirección de las instituciones de Bretton Woods y en particular del FMI propiciaron el acceso a otros instrumentos para captar financiamiento internacional: las inversiones extranjeras a partir de los años noventa.

Con la caída del sistema socialista mundial y el supuesto fin de la guerra fría crecieron las expectativas con respecto a los flujos internacionales de capital, su crecimiento y expansión geográfica, a partir de la nueva disponibilidad de recursos que deberían resultar del menor gasto en armamentos, sin embargo, los flujos oficiales y los recursos destinados a la AOD y otras formas de cooperación internacional entre países continuaron en niveles muy deprimidos.

La década de los noventa trajo consigo el retorno del capital privado. Una serie de factores incidieron en este movimiento de los flujos internacionales de capital. En particular, deben considerarse la crisis de las economías desarrolladas y la reducción de la tasa de interés que se utilizó como intento de estímulo a la inversión productiva, los cambios en la política económica de los países en desarrollo que los convirtieron en destinos más atractivos para el capital internacional y los procesos de renegociación de deuda que determinaron una nueva relación entre acreedores y deudores.

El regreso de los capitales privados a las economías en desarrollo tuvo características comunes y también distintivas con respecto a su propio comportamiento en los setenta.

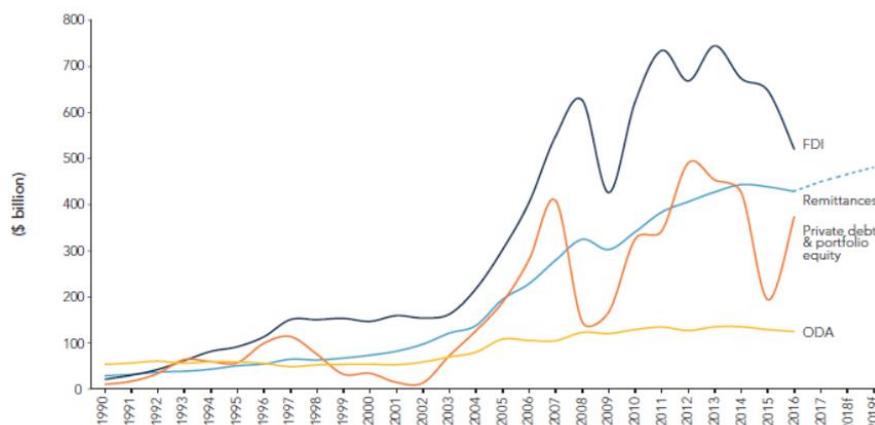
Especial elemento distintivo es el principal instrumento utilizado, si en los setenta fueron los préstamos voluntarios de la banca privada internacional, en los noventa se destacaron, entre diversos esquemas vinculados a los procesos de renegociación de deuda, las inversiones extranjeras las cuales se convirtieron en la forma básica de captar financiamiento internacional a partir de entonces.

Otros rasgos distintivos de este regreso del capital privado fueron la concentración en los países de mayor desarrollo relativo de Asia y América Latina los cuales captaron el 74 % del total de los flujos hacia los países en desarrollo y el dinamismo que permitió multiplicar varias veces los montos que se recibían al inicio de la década con respecto al final de la misma.

La importancia de los flujos privados desde los noventa hasta la actualidad se hace más palpable cuando se compara su comportamiento en relación con los flujos oficiales o públicos los cuales no han satisfecho las expectativas sobre su desempeño ni desde el punto de vista cualitativo ni por los montos comprometidos. Sin lugar a dudas la insuficiencia, estancamiento, condicionalidad y mala calidad han sido sus rasgos predominantes.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de los flujos internacionales de capital por tipo de instrumentos desde los años noventa.

Gráfico 1
Flujos financieros hacia las economías en desarrollo



Fuente: Banco Mundial, 2017

La gran mayoría de los rasgos que caracterizaron la década de los noventa permanecen en la actualidad, tal es el caso de la profunda depresión de los flujos financieros de carácter oficial y el predominio de los flujos de carácter privado como principal fuente de financiamiento externo con marcado comportamiento procíclico, gran inestabilidad y volatilidad.

Desde los instrumentos para captarlos se ratifica a los flujos de inversión directa, la financiación mediante bonos y acciones y a la AOD como los más utilizados dentro de los llamados tradicionales.

El capital privado se ha consolidado en una importante fuente de financiamiento y ha incorporado un conjunto diversificado de instrumentos que incluyen, a los préstamos concesionarios e instrumentos de mitigación del riesgo (incluidas las garantías), junto con remesas de trabajadores y contribuciones voluntarias privadas que de ser manejados adecuadamente pueden salvar deficiencias del mercado y barreras institucionales e incrementar el acceso a recursos.

La actual multiplicidad de opciones financieras no equivale a un acceso efectivo de los flujos que se ofertan. Esta capacidad varía ampliamente en los distintos países por los múltiples requisitos de acceso y condicionalidades que dificultan la adopción de un enfoque estratégico para financiar las prioridades de desarrollo de cada país y evaluar los efectos y la eficacia de las distintas fuentes de financiamiento.

Además, los proveedores de financiamiento privado no imponen las mismas condiciones ni los mismos criterios de acceso y elegibilidad que las fuentes de financiamiento público.

El principio aplicable es el de responsabilidades comunes pero diferenciadas: los países deben asumir una mayor responsabilidad con respecto a su uso y dirigirlos hacia donde sean más convenientes. Esto requiere un cambio profundo en los medios de implementación, incluidos el sistema financiero, el sistema de comercio internacional y las

condiciones que regulan la transferencia de conocimientos y tecnología de los países desarrollados a los países en desarrollo.

El reto continúa siendo movilizar un volumen adecuado de fondos públicos y privados combinados, poner en sintonía donantes y receptores y esto resulta muy complejo por los significativos cambios registrados en el mapa del financiamiento en las últimas décadas y la diversidad de actores e intereses.

Esta complejidad es particularmente significativa en el caso de los mecanismos de búsqueda de un financiamiento eficaz y eficiente, que acelere el progreso hacia la incorporación de países con distintos niveles de ingreso.

Para insertarse adecuadamente en el actual proceso de globalización y atenuar sus fracturas, la arquitectura financiera nacional, regional y mundial debe hacerse cargo de sus tres grandes desafíos: Promover una mayor estabilidad financiera global, mejorar la estructura de funcionamiento de las instituciones financieras multilaterales —que es asimétrica en cuanto a la representación y participación de las economías emergentes y los países de renta media— y ampliar su limitada capacidad de canalizar los flujos internacionales de capital adecuadamente.

Los flujos de capital privado están motivados principalmente por el beneficio económico, más que por preocupaciones relativas a su impacto en los receptores. En este contexto, el sector público desempeña un papel cada vez más relevante en lo que respecta a incluir criterios de efectividad social en el análisis costo-beneficio y puede proporcionar financiamiento a sectores que no atraen suficientes flujos privados, así como incentivos adecuados para que el capital privado se dirija hacia los objetivos más importantes en los receptores.

Para las economías en desarrollo la función fundamental que deberían cumplir estos recursos provenientes del exterior es complementar las insuficiencias de ahorro interno y promover la movilización de recursos humanos, materiales y técnicos de carácter endógeno en el crecimiento económico.

La práctica ha demostrado que tanto el financiamiento como las condiciones en que se negocian y utilizan los flujos captados, lejos de contribuir al mejoramiento económico de las naciones, ponen en riesgo la prosperidad, el crecimiento y la independencia de los receptores si no existe una política de regulación y absorción correctamente diseñada.

Teóricamente, el ingreso de capitales hacia los países en desarrollo puede ser beneficioso. Según las teorías convencionales, el ingreso de capitales produce un incremento del bienestar atado a determinados supuestos en el manejo de su uso, ausencia de shocks y supuestos de fijación de un horizonte de largo plazo de los prestamistas para esperar la maduración de los proyectos.

En una buena parte de las economías de menor desarrollo relativo un volumen importante de los flujos internacionales que reciben se moviliza para atender necesidades corrientes de

importación con altos costos financieros, otros tienen destinos compensatorios ante desequilibrios en balanza de pagos y un volumen no deseable se utiliza con fines totalmente lucrativos.

En la realidad resulta muy cuestionable el asunto del financiamiento externo a los países en desarrollo no solo por las consecuencias y el costo del mismo, sino además por su estabilidad.

Independientemente de sus propósitos declarados: movilizar recursos técnicos, financieros y materiales para elevar la competitividad de las exportaciones, aumentar el nivel de vida de la población, elevar la calificación de la fuerza de trabajo y la modernización de la producción interna la entrada de estos flujos eleva las tensiones fiscales y monetarias y compromete el futuro de las economías.

En ocasiones la cuantía del financiamiento es insuficiente para financiar los proyectos de inversión de los receptores e incluso no garantiza la refinanciación de deudas vencidas y en ocasiones contraídas bajo condiciones onerosas.

Este financiamiento compromete el pago futuro de las obligaciones y el crecimiento de los países, pues genera un crecimiento de la deuda externa producto de las relaciones financieras que las naciones establecen libremente con los acreedores para financiarse, que al final, constituye una importante traba al desempeño económico y social.

Para reducir los elementos negativos vinculados a la recepción de flujos es necesario que los acreedores disminuyan las tasas de interés de la deuda, aumenten los plazos de amortización, se flexibilicen las condiciones de pagos y sea modificada la cuantía de los mismos.

Se pueden adoptar diversas estrategias de política para contrarrestar los efectos indeseados de los ingresos de capitales como son, en primer lugar, aplicar políticas de esterilización, determinar restricciones a los flujos de corto plazo, restricciones de precios, montos, destinos, derrames y de inserción en hipotéticos esquemas de desarrollo nacionales.

Un mal diseño de políticas para el control de los flujos de capital externo, o la ausencia de estas, provoca la desarticulación y reproducción de la dependencia externa. En definitiva, resulta claro que el financiamiento sigue utilizándose para mantener una estructura jerárquica dentro de las relaciones del capitalismo mundial en la que los países en desarrollo constituyen la variable dependiente.

➤ **Los flujos financieros en la agenda internacional**

La evolución de los flujos internacionales de capital y su incidencia en la situación interna de las economías receptoras ha sido sometida a una aguda crítica y evaluación; durante los años noventa del pasado siglo el problema trascendió las fronteras nacionales y alcanzó a la agenda internacional vinculado a la financiación al desarrollo y al protagonismo de los flujos, privados y oficiales en las dinámicas globales vinculadas a ese objetivo.

Un momento histórico clave fue la Cumbre de Monterrey del año 2002. En dicha conferencia se insistió en cómo movilizar los recursos hacia los países en desarrollo con la premisa básica de que los recursos internos son el elemento esencial pero también que es necesario dotar de recursos externos a los países que lo requieran y no puedan asegurar ni las fuerzas del mercado ni los estados individualmente.

Se reconoció que para que los países en desarrollo pudieran lograr cumplir las metas de desarrollo acordadas internacionalmente se requería un incremento sustancial de los flujos oficiales por la vía de la AOD y de otros recursos.

Se insistió en que para estimular el incremento de la AOD era necesario mejorar las políticas y estrategias de desarrollo, nacional e internacionalmente, y aumentar la efectividad de la ayuda. Se instó a los países desarrollados a realizar esfuerzos concretos para alcanzar la meta del 0,7% del PNB como AOD para los países en vías de desarrollo y destinar entre el 0,15% y el 0,20% del PNB de los países desarrollados a los países menos avanzados bajo otras modalidades de participación.

Pero las expectativas no se cumplieron. Por un lado, no se logró aumentar la Ayuda Oficial al Desarrollo por parte de los principales donantes. El “Consenso de Monterrey” se limitó finalmente a reiterar el viejo objetivo del 0,7% del PIB de los donantes, sin establecer obligaciones imperativas al respecto, ni un calendario preciso para su cumplimiento.

Posteriormente, en la capital de Italia, Roma, se desarrolla en el 2003 una Reunión de Alto Nivel coordinada y convocada por el CAD en la cual se abrió un proceso de debate y compromisos sobre el volumen y calidad de los flujos de capital destinados a las economías en desarrollo con vistas a mejorarlos.

Se analizaron las prácticas de los donantes y la eficacia y eficiencia de las mismas, y se han emprendieron, en consecuencia, algunas modificaciones que constituyen los antecedentes para los procesos que se desarrollarán dos años más tarde en París.

Entre el 28 de febrero y el 2 de marzo de 2005 tuvo lugar un Foro de Alto Nivel promovido por el Gobierno de Francia y patrocinado por el Banco Africano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, el Comité de Asistencia para el Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, y el Banco Mundial.

En esta ocasión, los donantes de los principales flujos de capital oficial multilateral acordaron un amplio marco de trabajo para mejorar la eficacia de la ayuda mediante mayor énfasis en la armonización, la coordinación y el sentido de pertenencia.

La “Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda” fue adoptada por unos 90 países y 27 instituciones y desarrolla los principios de Apropiación, Alineamiento, Armonización y Gestión en que deberá basarse la ayuda internacional. (Ver Recuadro en Anexo 1)

Para darle seguimiento a los temas abordados en París, tuvo lugar a finales del año 2008 en Doha, Qatar, una conferencia internacional de seguimiento sobre la financiación para el desarrollo en un contexto internacional bien complicado marcado por la internacionalización de la crisis norteamericana.

Entre las cuestiones más significativas que se abordaron en la Conferencia se destaca el reconocimiento del rol fundamental que debe asumir la ONU en el manejo de los asuntos económicos a nivel mundial, la decisión de llevar a cabo una Conferencia de las Naciones Unidas al más alto nivel sobre las consecuencias de la crisis económica y financiera en el desarrollo y el compromiso de los países donantes de mantener sus metas de AOD, a pesar de la crisis económica y financiera desencadenada en ese periodo a partir de la crisis sub-prime.

Los resultados finales de la cita no lograron los necesarios compromisos para poder movilizar recursos suficientes y cumplir con los objetivos propuestos y garantizar la movilización de recursos privados y oficiales para las economías en desarrollo.

Además, se constató que a pesar de la presencia de posiciones conciliadoras y de un lenguaje más acorde a los intereses de las economías en desarrollo, a la hora de tomar decisiones prevalecen los enfoques de los países desarrollados.

En julio de 2015, se celebró en Addis Abeba, Etiopía, la tercera Conferencia Internacional sobre Financiación para el Desarrollo. El documento final aprobado durante este encuentro fue la Agenda de Acción de Addis Abeba (AAAA), en la que se presentó un marco integral de políticas para realinear y armonizar los flujos financieros.

Se reconoce que los resultados del movimiento de los flujos internacionales de capital no solo dependen de la obtención de recursos, sino también de políticas públicas coherentes para fortalecer el entorno nacional utilizándolos adecuadamente.

Las tres Conferencias llevadas a cabo, aunque en contextos internacionales diferentes, ratifican el seguimiento internacional a los problemas del financiamiento, sus avances y limitaciones. Por otra parte, posibilitaron entender la forma en que el mundo, de manera general, ha monitoreado la búsqueda de recursos para satisfacer las necesidades de las economías en desarrollo. (Pérez, 2016)

El análisis del financiamiento internacional puso en el debate el papel de los flujos internacionales de capital y la necesidad de elevar el desempeño de los flujos oficiales, particularmente los de carácter concesional y perfeccionar los mecanismos de cooperación y colaboración internacionales.

➤ **Situación actual de los recursos provenientes de fuentes oficiales.**

La composición de los flujos oficiales no cambió mucho su promedio en los últimos cinco años. El componente más elevado de los flujos oficiales corresponde a los flujos bilaterales

concesionales (40%), seguido por los flujos multilaterales no concesionales (36%) y a los flujos multilaterales concesionales, les corresponde al 26%. (CEPAL, 2018a)

Los flujos bilaterales provenientes de los países que son miembros del CAD aumentaron un 40% respecto a 2017, mientras que los flujos multilaterales disminuyeron un 33% — aun así, la tendencia a lo largo del tiempo muestra un aumento de los flujos multilaterales respecto a los flujos bilaterales—. En 2017 también se observó una participación mayor de los flujos bilaterales provenientes de países que no son miembros del CAD. (CEPAL, 2018a)

El decisivo papel de los flujos oficiales bilaterales y las contradicciones existentes en el manejo de su más importante instrumento, la AOD, constituyen objeto de debate a escala mundial.

Un importante número de países en desarrollo, en particular los clasificados como Países de Renta Baja y Países Menos Adelantados (PMA), no resultan atractivos para los emisores de flujos de naturaleza privada por lo que dependen de la AOD como principal fuente de recursos externos.

La AOD constituye un complemento importante para aumentar las capacidades productivas y de exportación y se reafirma como un instrumento de apoyo a los esfuerzos nacionales en materia social con vistas a potenciar la educación, la salud, la seguridad alimentaria e impulsar el desarrollo rural y local.

Sus fondos resultan indispensables para un conjunto de naciones, brindándoles en el ámbito macroeconómico la posibilidad de incrementar la inversión pública, su capacidad de compra en los mercados internacionales y reducir la brecha fiscal.

A pesar de que el objetivo declarado de la AOD es contribuir al progreso económico y social de los países receptores, su desempeño está lejos de satisfacer las necesidades reales de estas naciones.

Después de la reducción importante de sus montos en los noventa, cuando se produjo el boom de los flujos privados, la AOD neta aumentó un 83% en términos reales del 2000 al 2015 y en ese último año alcanzó los 131 600 millones de dólares (CEPAL, 2018a). No obstante, la relación porcentual con respecto al Producto Nacional Bruto (PNB) ha permanecido muy alejada de lo acordado y muy por debajo de la meta del 0,7%. Del 2007 al 2017 la AOD como porcentaje del PNB se mantuvo, como promedio, en un 0,3% para los países del CAD (Banco Mundial, 2018).

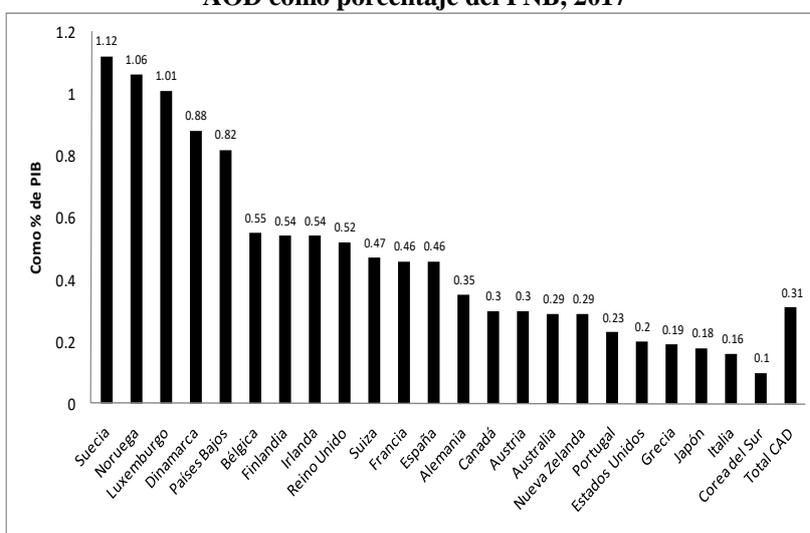
La brecha que existe entre las promesas de la comunidad internacional y la realidad, entre el discurso y la práctica representa una de las contradicciones más evidentes de la agenda internacional.

Históricamente sólo cinco naciones: Noruega, Suecia, Dinamarca, Luxemburgo y Holanda cumplen las metas en materia de AOD aportando cifras superiores al 0,7% de su PNB. En

la última década los 10 principales donantes del CAD asumían el 84% del total de la ayuda mientras que en el 2018 los desembolsos de los 7 principales donantes representaron un 72% de los montos globales. No solamente son pocos los países que cumplen, sino que, los que lo hacen, han reducido sus montos significativamente.

Aunque el promedio de las contribuciones anuales de los países miembros del CAD medidas como porcentaje del PNB) se encuentra actualmente en su nivel más alto desde 1997, todavía estos valores se encuentran muy por debajo del objetivo fijado en Monterrey, con la excepción de cinco países de los 28 donantes que de hecho sobrepasan los límites del 0,7% de la proporción del PNB como son: Suecia con 1,12%; Noruega 1,06%; Luxemburgo 1,01%. Dinamarca 0,88% y Holanda 0,82% (OECD, 2018)

Gráfico 2
AOD como porcentaje del PNB, 2017



Fuente: OECD, 2018

Los flujos oficiales no han sido suficientes y si se aportara el 0,7% como está establecido, la AOD se incrementaría considerablemente, llegando a alcanzar niveles anuales capaces de cubrir un buen nivel de necesidades. Por mecanismos de renegociación de deuda externa se establece que por cada dólar de AOD recibido los bancos se adueñan de otros tres por concepto de pagos de intereses lo que se traduce en que la ayuda brindada por los donantes pasa de inmediato al Banco Mundial o al FMI.

La AOD continúa siendo un instrumento de política exterior condicionado a los intereses de los donantes, por ejemplo, Israel es el país que más ayuda per cápita recibe aun cuando es el país número 25 más rico a nivel mundial; en el caso de España, acomoda su ayuda a la adquisición de productos y bienes españoles por parte del país receptor, aunque esta vía sea más costosa que si se obtienen en mercado.

Este tipo de condicionamiento comercial puede reducir entre un 20% y un 25% la eficacia de la misma, ya que los bienes y servicios en los países donantes suelen ser varias veces más caros que en los mercados domésticos y por otro lado, el país receptor reduce

significativamente las posibilidades de derrame hacia otros sectores, que podrían proporcionar estos recursos.

Para atenuar esta situación otro de los indicadores que se suma a los indicadores de la efectividad de la AOD y su calidad es el incremento la ayuda no ligada pero una buena parte de la ayuda sufre este tipo de condicionalidades.

Aunque en teoría la asignación de la AOD establece como países prioritarios a las naciones de bajos ingresos y especialmente los de menores ingresos altamente endeudados junto a los Pequeños Estados Insulares en Desarrollo (PEID) y los Países en Desarrollo sin Litoral (PDSL) ni siquiera en ellos los montos se corresponden con los compromisos.

La concentración de la AOD determina que un reducido número de países la reciban. En 2017 solamente 10 receptores recibían aproximadamente un 37% del total. Cerca de dos tercios del incremento de la ayuda para los PMA entre 2004 y 2017 se dirigió solamente a cuatro países: Afganistán, República Democrática del Congo, Etiopía y Sudán. Mientras otras naciones reciben niveles de asistencia muy por debajo de sus necesidades, son los catalogados “huérfanos” de la ayuda, como por ejemplo Guinea, Madagascar y Nepal, que han estado en esta condición durante los últimos siete años.

Para la mayoría de las regiones en desarrollo los flujos de AOD son el componente menos dinámico de las corrientes financieras externas y otros factores no vinculados a la pobreza los determinan. El componente geoestratégico y de seguridad, así como el manejo político del tema, explican también la concentración de la asistencia e incluso predominan sobre la ayuda. Esta es una contradicción cuya solución pasa por el desafío de movilizar los recursos hacia aquellos países más vulnerables, aunque no representen un objetivo estratégico desde el punto de vista político.

Otro elemento que hace más compleja la situación de los flujos internacionales de capital provenientes de fuentes oficiales y en particular a la AOD es el criterio usual que sigue la comunidad de donantes de que el desarrollo de un país es equiparable a sus ingresos.

La asignación de la AOD por países que realizan los donantes, además de la condicionalidad geoestratégica y política señalada se define por los ingresos, es decir, por un criterio que esencialmente ajusta el nivel de desarrollo con el ingreso per cápita.

Específicamente se considera que aquellos países que han alcanzado un umbral de ingreso per cápita superior a 12,745 dólares tienen un nivel de desarrollo institucional suficiente y de acceso a los mercados de capital privado; o sea, que no requieren de ayuda externa, pues de esta forma cuentan con la capacidad suficiente para garantizar un desarrollo sostenible en el largo plazo.

Sin embargo, los ingresos per cápita no indican la distribución real de recursos y por tanto encubren las desigualdades sociales, las brechas de acceso y distorsionan los resultados en la evaluación de los indicadores económicos y sociales. La condicionalidad por la vía de la

renta media olvida que los procesos de distribución y redistribución de la riqueza no garantizan la asignación de recursos a los segmentos de población más vulnerables.

Los países de renta media, en especial aquellos clasificados como países de renta media alta, están siendo desplazados sistemáticamente como receptores de AOD y no se puede ignorar que la mayoría de los pobres del mundo viven en países de renta media.

En esta lógica se supone también que contar con un mayor nivel de ingreso per cápita implica tener a disposición y movilizar mayores recursos internos y externos para financiar el desarrollo, lo que permite depender menos de la AOD.

La capacidad de movilizar recursos internos depende de factores que no están relacionados con el ingreso per cápita, como el nivel de ahorro interno, el grado de inclusión financiera y la capacidad de recaudación de los gobiernos.

El acceso a los recursos externos puede depender de factores que se encuentran más allá de los criterios del ingreso per cápita, en particular las condiciones externas que están fuera del control de los países de renta media.

La disminución de la AOD hacia los países de renta media, representa un reto mayor en cuanto a la necesaria movilización de recursos internacionales y a esto se suma el desafío de canalizar los recursos de nuevos actores y de distintas modalidades de flujos que han adquirido un creciente protagonismo en el financiamiento internacional.

En otros casos, la condicionalidad pasa por el tema de la gobernabilidad, evaluada según el grado en que un país sea capaz de cumplir con las políticas diseñadas por los organismos financieros internacionales y reformar sus instituciones. Estos argumentos se utilizan a menudo como justificación para reducir los niveles de AOD.

Los recursos provenientes de la AOD tienen en muchos casos un comportamiento incierto, pues están sujetos a altibajos en los procesos presupuestarios de los donantes y existen demoras en su entrega. Esto es una situación compleja para los receptores que elaboran planes de gastos contando en sus presupuestos con recursos comprometidos por los donantes y que pueden no materializarse o hacerlo tardíamente, por lo que se ven obligados a recurrir a sus reservas o endeudándose aún más.

También importante, en cuanto a la AOD es el manejo inadecuado de los recursos por parte de los receptores. Los problemas institucionales y de infraestructura, consustanciales a las condiciones de los países beneficiados con la asistencia, limitan su aprovechamiento óptimo y otros factores como la corrupción y el despilfarro invalidan también la efectividad de la ayuda.

Una visión integral de todas las problemáticas asociadas a la AOD evidencia que existe una brecha importante entre los recursos disponibles y los necesarios para lograr las metas propuestas a nivel internacional. A pesar de las iniciativas para aumentar su cuantía e

impulsar mejoras en la calidad y la eficacia de estos flujos, aún queda un amplio margen para mejorar su contribución efectiva en las economías receptoras.

En ese sentido resulta vital el cumplimiento de los compromisos y la responsabilidad compartida entre donantes y receptores para, de forma consensuada, definir los objetivos futuros de la ayuda y el destino de los recursos.

El diseño de un concepto de cooperación internacional que sea más amplio que la AOD es un paso adelante para adecuar la arquitectura del financiamiento del desarrollo a una realidad más compleja

➤ **Situación de los flujos privados.**

El capital privado es responsable de la mayor parte de los flujos financieros hacia las economías en desarrollo y la inversión extranjera directa se mantiene como la principal forma de obtener financiamiento proveniente de estas fuentes desde los años noventa del siglo pasado.

Las políticas diseñadas por los países en desarrollo, bajo la dirección de las instituciones de Bretton Woods y en particular del FMI basadas en la apertura de la cuenta capital y financiera, desregulación, liberalización, privatización, desintermediación bancaria, tratamiento nacional al capital extranjero, rebajas y exenciones fiscales y tributarias, entre otras medidas de corte neoliberal, dieron resultado y se produjo un cambio en la orientación de los flujos privados- en forma de inversiones- hacia las economías en desarrollo de mayor desarrollo relativo.

Los flujos financieros privados presentan importantes limitaciones, responden fundamentalmente a los intereses de los oferentes en su búsqueda de una mayor rentabilidad y se dirigen a los mercados que mayores ventajas les proporcionen.

Su comportamiento es marcadamente procíclico y los cambios en las tasas de interés internacionales determinan salidas para aprovechar de los diferenciales de tipo de interés y de tasas de cambio. De esta forma contribuyen a hacer más frecuentes y marcadas las depreciaciones cíclicas y los auges, imposibilitando una política de crecimiento estable.

Por otra parte, estos flujos generan costosas deudas. Los países receptores se ven obligados a pagar, por concepto de intereses y utilidades del capital externo, sumas que exceden el financiamiento recibido creando un círculo vicioso de endeudamiento que perpetúa las deformaciones de sus economías.

La deuda externa crece con rapidez y el pago de su servicio, junto a la extracción de ganancias por parte del capital transnacional, son dos de las razones fundamentales que se ocultan tras la eterna insuficiencia de ahorro interno de las naciones en desarrollo y su dependencia al capital transnacional.

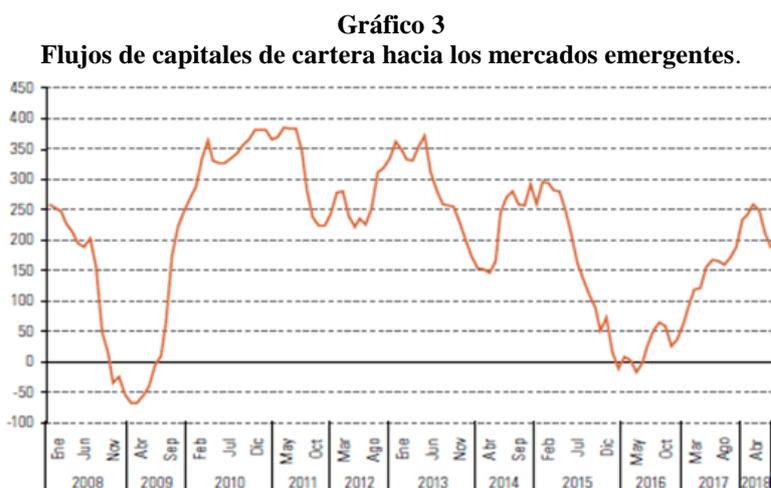
Estos flujos presentan una marcada inestabilidad (ver gráfico 1) y sus bruscos movimientos pueden desencadenar una serie de desequilibrios macroeconómicos capaces de generar crisis o shocks de entrada o salida de capitales.

De manera general los flujos de IEC, especialmente los títulos de deuda (bonos) han mantenido una tendencia similar a la de la IED en los últimos años, aunque por naturaleza resultan mucho más volátiles y susceptibles de cambiar de forma repentina en respuesta a las condiciones del mercado financiero.

Esta tendencia se consolida después de la crisis financiero-bancaria de 2008, por dos motivos. En primer lugar, la sustitución general de créditos bancarios por títulos de deuda, que ocurrió mientras los bancos reevaluaban sus carteras de crédito y modelos de negocios en los años que siguieron a la crisis, y por el incremento de los flujos provenientes de inversores extranjeros, que buscaban los mayores rendimientos en los países en desarrollo ante la compleja situación de las economías desarrolladas y la política de tasas de interés bajas y expansión cuantitativa

Entre 2014 y 2015 hubo una caída de los flujos netos de cartera -en particular, de los bonos-, que coincidió con la desaceleración de las economías en desarrollo y la incertidumbre que los rodeaba debido a la caída de los precios de las materias primas y el aumento del índice de volatilidad en la segunda mitad de 2015 que se mantuvo hasta el 2017. (CEPAL, 2018b).

En el 2017 aumentaron de forma sostenida hasta el 2018 en que retomaron la senda negativa tanto en el mercado de bonos como acciones. El incremento de las tasas de interés en estados unidos y el incremento de los rendimientos de los bonos del tesoro generaron cambios en las estructuras de las carteras que implicaron salidas de flujos desde los mercados emergentes y en desarrollo como se observa en el siguiente gráfico.



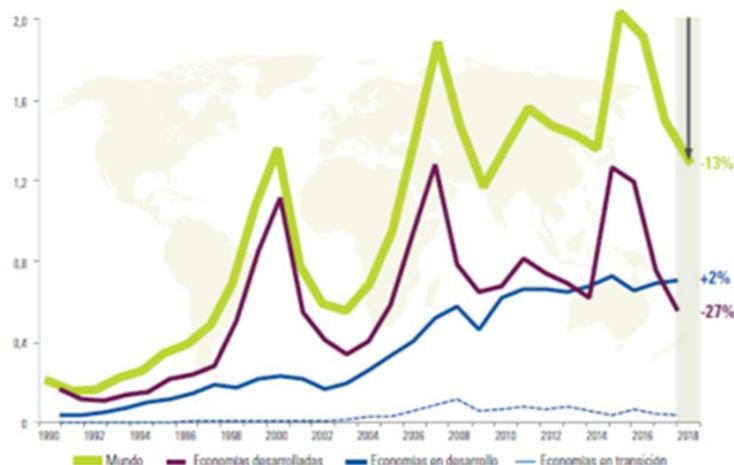
Fuente: CEPAL, 2018c

Las razones que explican el movimiento de las corrientes de inversión directa resultan decisivas para comprender sus tendencias, dinámicas y cambios coyunturales. Muchas

teorías se han desarrollado con este propósito, pero sin dudas los análisis de Carlos Marx en “El Capital” y Vladimir I. Lenin en “El imperialismo, fase superior del capitalismo” constituyen referentes obligados para entender que busca el capital fuera de las fronteras nacionales.

Existen además, otras teorías posteriores acerca de la IED y los motivos de las empresas transnacionales (ETN) para operar desde el extranjero (un resumen de las más conocidas se pueden consultar en el Anexo 2), dado que la IED se ha imbricado profundamente en la estrategia capitalista de dominio global, con un desempeño clave de las ETN, y los países desarrollados se presentan como los principales receptores como se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico 4
Flujos de inversión extranjera mundial



Fuente: CEPAL, 2019a

Dentro de los flujos privados la IED presenta atractivos potenciales importantes. Se considera un financiamiento más estable y de más largo plazo que, al menos en teoría, debe mejorar los niveles de inversión, productividad y competitividad; además de generar empleo, garantizar la transferencia de tecnologías y propiciar la utilización de capacidades instaladas en las naciones beneficiadas.

Realmente algunas de las presunciones con respecto a la IED son solamente eso y no se constatan en la realidad. Cada vez se borran más claramente las diferencias entre la IED y la IEC pues la primera se distancia, cada vez más, del sector productivo y se comporta como un flujo de corto plazo. Sólo un tercio de los flujos de IED se dedica a la acumulación de capital fijo. (CEPAL, 2018c)

El crecimiento del mercado de derivados y los fondos de cobertura dificultan distinguir unos pasivos de otros y la innovación permite que los inversores tengan una liquidez semejante a los instrumentos de corto plazo. Una subsidiaria puede reinvertir sus utilidades en activos financieros y parte de la IED puede repatriarse sin que se registre como “salida de IED”

Por otro lado, el análisis de su contribución a los receptores pasa por diversos factores y las sinergias positivas que se supone se derivan de su radicación no son automáticas.

Las transnacionales buscan, para colocar sus capitales, a países con ritmos de crecimiento económico estables, déficits sostenibles en cuenta corriente, flexibilidad cambiaria, niveles aceptables de reservas internacionales, buen funcionamiento del mercado de capitales y tasas de retorno elevadas, menores primas de riesgo, institucionalidad y calidad en la información a los acreedores, perfil de deuda externa sostenible (capacidad de pago y escasas obligaciones de corto plazo) en un entorno de políticas laxas, desregulación y apertura de la cuenta capital y financiera.

Es un flujo selectivo y la mayoría de los países en desarrollo no califica como destino prioritario lo que determina su alto grado de concentración en los de mayor desarrollo relativo que presentan mejores atractivos entre los cuales se destacan el tamaño del mercado, la apertura, menores costos de transacción, institucionalidad fuerte y el menor riesgo país.

Desde la crisis del 2007-2009 se ha producido una desaceleración en la IED global, luego de alcanzar un nivel record en el 2007 sus flujos han tenido un comportamiento a la baja. En el último trienio las cifras reflejan reducciones importantes en los países desarrollados y estancamiento en los de menor desarrollo relativo. En 2016 las cifras de IED cayeron un 2% en relación al año precedente, ubicándose en 1919 mil millones de dólares.

En el 2017 las entradas de IED global disminuyeron hasta 1,49 billones de dólares por efecto de la caída del 37% en los países desarrollados mientras en las economías en desarrollo se mantuvieron estables con ligero crecimiento en Asia.

En 2018 disminuyeron por tercer año consecutivo y alcanzaron 1,3 billones de dólares, un valor similar al que se había registrado en 2010, primer año de recuperación tras la crisis financiera mundial de 2008. (CEPAL, 2019a).

Varios factores inciden en este resultado de los últimos años entre los que destacan la fragilidad de la economía internacional, la incertidumbre de las políticas-especialmente la norteamericana (monetaria, fiscal), los elevados riesgos geopolíticos y económicos, el comportamiento inestable de los precios de los productos básicos y las persistentes vulnerabilidades globales.

Un primer factor que influyó sensiblemente en los flujos de IED fue la reforma tributaria de los Estados Unidos en diciembre de 2017 que introdujo un cambio importante en el sistema impositivo que se aplica a las empresas transnacionales norteamericanas.

Antes de la reforma, estas firmas pagaban impuestos sobre las ganancias obtenidas por sus subsidiarias en el extranjero, una vez que eran distribuidas en forma de dividendos en los Estados Unidos. A partir de 2018, dichas utilidades están exentas del pago del impuesto en la medida en que el accionista posea por lo menos un 10% de la entidad extranjera.

Por otro lado, también se aplicó una reducción del impuesto a las corporaciones en los Estados Unidos (del 35% al 15%) dirigida a estimular las inversiones en el país. Numerosas transnacionales repatriaron grandes cantidades de utilidades acumuladas, aprovechando los beneficios que ofrecía la reforma. Esto generó una fuerte disminución de los flujos de entrada de IED en Europa, que cayeron un 55% y que en algunos países han llegado a ser negativos, por ejemplo, en Irlanda, Luxemburgo y Suiza (CEPAL, 2019a)

Los cambios en la política monetaria y especialmente en el manejo de las tasas de interés desde el año 2015 han provocado movimientos acentuados de los flujos internacionales de capital. Como resultado de la crisis 2007-2009 las tasas de interés bajaron dramáticamente intentando garantizar dinero para la inversión productiva y se mantuvieron así durante 9 años en un contexto de políticas monetarias expansivas, inyecciones de liquidez y compra de activos.

Aunque se produjeron modificaciones a las tasas de interés que las han llevado a un rango entre el 1,75 y el 2,0 pero la política sigue siendo laxa, acomodaticia y tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la FED anuncian nuevos cambios, pero con mesura y teniendo en cuenta la evolución de la coyuntura.

La “gran corrección” todavía no se produce, pero las expectativas al alza han provocado salidas de capital a depósito en un número importante de economías, especialmente en desarrollo y en particular en América Latina, que terminó con el período expansivo y con otro ciclo de acceso a financiamiento internacional más expedito y en mejores condiciones. El incremento del valor del dólar ha elevado el endeudamiento y el riesgo.

El escenario internacional es cada vez más complejo, incierto y vulnerable. En particular, las políticas proteccionistas y las disputas comerciales entre los Estados Unidos y China han generado un clima acentuado de incertidumbre a lo largo de 2018-19 que paulatinamente se ha ido transformando en expectativas de largo plazo o en una “guerra comercial” de mayor alcance por sus implicaciones al resto de la economía global.

Las expectativas de un conflicto a largo plazo se han confirmado con la implementación por parte de los Estados Unidos de aranceles sobre una lista de productos de China que ascienden a 200.000 millones de dólares y la respuesta del país asiático, que decidió incrementar del 10% al 25% los gravámenes que ya existían sobre un conjunto de productos estadounidenses y que suman 60.000 millones de dólares. (CEPAL, 2019b)

A esto hay que sumar las restricciones impuestas por los Estados Unidos a las empresas de su país en cuanto a la colaboración con empresas de China en aspectos relacionados con componentes o programas informáticos y el anuncio del Ministerio de Comercio de China de que creará su propia lista de “entidades no confiables”, que afectaría a empresas extranjeras que puedan perjudicar a la seguridad nacional del país, que no respeten sus obligaciones contractuales hacia empresas chinas o que tomen medidas para discriminarlas.

Estas acciones ponen de manifiesto la amplitud del conflicto, que incluye aspectos de guerra comercial, control de inversiones, activos estratégicos, tecnologías de punta y seguridad nacional y geopolítica.

La situación en Europa también es compleja, por un lado, el insuficiente crecimiento económico (1,9% en 2018), los cambios políticos que se han producido en varios países y la dilatada concreción de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) han generado un panorama más complejo para la IED.

La opción de un “BREXIT duro”, sin acuerdo, acentúa la inseguridad e incertidumbre de los movimientos en los inversores y la situación política en España ante nuevas elecciones en las que puede producirse un nuevo control de la derecha adicionan elementos de incertidumbre.

La aprobación en marzo de 2019 por parte del Parlamento Europeo de un reglamento para el seguimiento y la selección de las entradas de IED, por razones de seguridad u orden público y proteger los intereses de la Europea en sectores estratégicos (CEPAL, 2018c) son claros ejemplos de restricciones a los flujos de IED.

Se está perfilando un sesgo restrictivo en las políticas con respecto a la IED de tal manera que en el 2018 solamente el 66 % de las medidas dictadas en este sentido fueron a favor de la liberalización y el 34 % restrictivas de una u otra manera (UNCTAD, 2019). Desde los años noventa del pasado siglo las políticas y medidas concretas en materia de IED a nivel mundial se caracterizaron, en más del 90%, por el desmantelamiento de los controles, la apertura, tratamiento igual al capital doméstico y las ventajas fiscales lo que evidencia el sesgo restrictivo de los últimos años.

El peso relativo de la IED acumulada en las distintas regiones del mundo también varió en los últimos años. Los países capitalistas desarrollados (PCD) que recibían el 46% de las inversiones en 2014 pasaron a representar el 43% del total en el 2018; los países en desarrollo (PED) elevaron su participación del 50% al 54% y los antiguos países socialistas europeos pasaron del 4% al 3%. (CEPAL, 2019a). Por países, Estados Unidos es el principal receptor y emisor de flujos y China se consolida en el segundo lugar a nivel mundial y el primero dentro de las economías en desarrollo.

Aunque continúa siendo preponderante el peso de las economías más desarrolladas en la inversión acumulada global la dinámica de los flujos favorece a las economías en desarrollo como se refleja en el siguiente cuadro.

Entradas de inversión extranjera directa (billones de USD)

	2014	2015	2016	2017	2018	Variación 2017/18	Variación 2018/19
MUNDO	1357	2034	1919	1497	1297	-22	-13
-PCD	623	1269	1198	759	557	-37	-27
-PSD	677	729	656	691	706	5	2
Economías en transición	57	36	65	48	34	-26	-28

Fuente: CEPAL, 2019a

Por espacio de más de tres décadas, las tendencias globales que han impulsado la inversión extranjera directa han tenido su principal promotor en las estrategias de las CTN, las políticas de los receptores y la consecuente firma de acuerdos y negociaciones comerciales entre las diferentes economías.

Según informes de UNCTAD, hoy se identifican más de 3,000 acuerdos de Inversión que dictan reglas y establecen estándares para el desenvolvimiento de la actividad. (UNCTAD, 2019).

La mayoría de los acuerdos firmados a lo largo de casi 40 años han perseguido el objetivo de incrementar la inversión extranjera hacia las áreas en desarrollo, en general, esto se ha cumplido, no así sus objetivos, que descansaron en impactar positivamente en el crecimiento de las economías.

Dentro de las consecuencias positivas que se espera de la IED destacan las siguientes: Incremento de las exportaciones, mejoras en la competitividad, generación de empleo, incremento de los Ingresos fiscales (impuestos y regalías), derrames productivos, comerciales y tecnológicos a las empresas domésticas, encadenamientos productivos, mejoramiento de servicios e infraestructura y de la competitividad sistémica, capacitación de recursos humanos.

Sin embargo, estas dinámicas positivas generalmente no se consiguen y en los resultados prevalecen:

- Actividades que operan en forma de enclaves.
- Bajo nivel de procesamiento local.
- Bajos ingresos fiscales.
- Contaminación ambiental.
- Producción de bienes y servicios no competitivos.
- Problemas regulatorios y de competencia.
- Disputas provenientes de compromisos internacionales.
- Desplazamiento de empresas locales.

- Estancamiento en ventajas estáticas.
- Limitados encadenamientos productivos (trampa de bajo valor agregado)
- Reducción de estándares con respecto a costos de producción (salarios, beneficios sociales y tipo de cambio).
- Incentivos insostenibles.

En muchas ocasiones las inversiones que se realizan no tributan realmente a la formación bruta de capital pues se concentran en fusiones, adquisiciones y privatizaciones en campos ya establecidos y no en nuevas inversiones que atraigan capitales frescos y desarrollen nuevos productos.

Frecuentemente todo se reduce a un cambio de propiedad y los procesos de fusiones y adquisiciones predominantes como modalidades de inversión generan dividendos para los inversionistas, pero no inciden en la generación de empleos, ni derrames al interior de las economías receptoras.

Las fusiones y adquisiciones son formas de centralización de la producción y el capital y permiten combatir la disminución de las tasas de ganancia mediante la absorción de otras empresas. De esta forma se apropian de la cuota de mercado que estas poseen y en muchos casos desmantelan gran parte de sus capacidades productivas y de investigación. Al mismo tiempo, la multiplicación de fusiones y adquisiciones fortalece el carácter monopolístico del sector donde se producen, hasta convertirlos en oligopolios dominados por países desarrollados.

El efecto derrame al resto de la economía nacional no se logra en muchas ocasiones. Esto se debe, en parte a las insuficiencias del mercado de insumos domésticos, de las capacidades tecnológicas y de la calificación de la fuerza de trabajo interna, pero también a la ausencia de estrategias coherentes que inserten a la inversión extranjera en un plan de desarrollo más integral.

La cuestión ambiental es otro de los factores a tener en cuenta al evaluar los efectos de las IED. En muchas ocasiones, los países desarrollados utilizan en sus inversiones en los países más pobres las llamadas tecnologías sucias cuyos impactos ambientales perjudican a las comunidades locales y comprometen el bienestar de las futuras generaciones.

Estos problemas llevan a la necesidad de avanzar en el diseño y funcionamiento de las políticas para la IED e integrarlas a las estrategias de desarrollo domésticas elaborando un marco estratégico para su incorporación y asimilación con prioridades y lineamientos estratégicos bien definidos.

El rol de los encadenamientos productivos locales y el desarrollo del tejido empresarial doméstico es fundamental en el diseño de políticas. Promover la inversión orientada a la sustitución de importaciones, el fomento de las exportaciones, los encadenamientos productivos, la generación de empleo, transferencia tecnológica y la reinversión de utilidades debe ser una prioridad de los diseñadores de políticas públicas.

Promover inversión en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i), para alcanzar una estructura productiva basada en el conocimiento tecnológico es decisivo para el logro de los objetivos.

Por otra parte, es necesario que el país receptor tenga un desarrollo institucional que le permita vincular los intereses del inversor con las prioridades de desarrollo interno. No se trata solamente de que la inversión aumente la productividad y las exportaciones, sino que tribute al aumento de la competitividad del sector correspondiente, propiciando un crecimiento económico sostenido en el tiempo y un efecto multiplicador.

La mayoría de los países en desarrollo deben enfrentar el reto de combinar flujos privados y públicos y monitorear su accionar para elevar la efectividad de su captación.

Las políticas que se diseñen deben ser capaces proteger de industria nacional y la inversión pública en sectores estratégicos altamente rentables, que contribuyen a la sostenibilidad de la economía y a la eficiencia del Estado.

La creación, fortalecimiento y capitalización de empresas públicas en sectores claves en las economías nacionales como petróleo, minería, servicios públicos, etc. y la correcta negociación de contratos con empresas transnacionales son decisiones esenciales para la adecuada apropiación de la renta.

Una correcta política en el manejo de la IED demanda reforzar las capacidades negociadoras y la calificación y preparación de los equipos que se formen en este sentido. Resulta imprescindible incorporar los objetivos de desarrollo en la política de IED y garantizar el cumplimiento de los acuerdos avanzando en el establecimiento de mecanismos para la promoción y operación y para estimular el comportamiento responsable de los inversionistas.

La clave del éxito de un proceso de captación de inversión extranjera radica en diseñar políticas que permitan su integración en las estrategias de desarrollo nacionales.

Los flujos de capital privado están motivados principalmente por el beneficio económico, lo que puede ocasionar que la inversión sea insuficiente en otras áreas cruciales para los receptores. En este contexto, el sector público debe desempeñar un papel cada vez más relevante en la inclusión de criterios de rentabilidad social en el análisis costo-beneficio y crear un entorno más favorable y los incentivos adecuados para estimular la participación del capital privado.

El reto de movilizar un volumen adecuado de fondos públicos y privados combinados resulta más complejo por los cambios significativos que ha experimentado el mapa del financiamiento internacional en las últimas décadas en cuanto a sus actores, fondos, mecanismos e instrumentos.

Estos cambios pueden resumirse en un declive relativo de las formas más tradicionales por tipo de emisores, como la asistencia oficial para el desarrollo (AOD), las inversiones y los préstamos y la emergencia de nuevos actores, mecanismos y fuentes de financiamiento.

En esta última categoría se encuentran los nuevos emisores de flujos que no son países miembros del CAD, los mecanismos de financiamiento innovadores y los fondos para el clima que vienen desempeñando en los últimos tiempos un papel importante en las corrientes financieras internacionales.

Si bien estos cambios han ampliado la gama de opciones, también han incrementado la complejidad de coordinar y combinar la variedad de actores, fondos, mecanismos e instrumentos dentro de una arquitectura coherente.

Es importante que la relativa disminución de los flujos financieros tradicionales no implique que algunos países queden excluidos de dichos flujos por criterios basados únicamente en el nivel de renta per cápita como está sucediendo con la AOD. La actual multiplicidad de opciones financieras no equivale a un acceso real a los recursos y no deben estar regidos por criterios basados en ingresos per cápita.

El financiamiento privado está sujeto a múltiples requisitos de acceso y condicionalidades que dificultan la adopción de un enfoque estratégico para identificar y evaluar su impacto y no exigen las mismas condiciones ni imponen los mismos criterios de acceso y elegibilidad que las fuentes de origen público.

Históricamente el aumento de los flujos privados implica la disminución de los flujos oficiales cuando, en realidad, deberían moverse en un mismo sentido para elevar sus resultados finales.

El financiamiento privado está sujeto a múltiples requisitos de acceso y condicionalidades, que dificultan la adopción de un enfoque estratégico para financiar las prioridades de cada país y evaluar los efectos y la eficacia de las distintas fuentes de acceso a sus flujos. Además, los proveedores de financiamiento privado no imponen las mismas condiciones ni los mismos criterios de acceso y elegibilidad que las fuentes de origen público.

La movilización de más recursos externos debe ir acompañada de la promoción de nuevos instrumentos y mecanismos innovadores para financiar el desarrollo social y productivo. La aparición de una gama de instrumentos y mecanismos financieros innovadores diseñados para movilizar y canalizar más flujos hacia las áreas en desarrollo constituye uno de los principales cambios en el panorama del financiamiento.

Por otra parte, estos mecanismos de financiamiento pueden proporcionar a los países en desarrollo flujos financieros estables y predecibles, además de ser instrumentos con un doble dividendo, pues contribuyen a la provisión de bienes públicos y aumentan el ingreso, pero para lograrlo resultan imprescindibles las políticas públicas.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICAS

- Los flujos financieros internacionales, sus movimientos e instrumentos siguen ayudando a mantener una estructura jerárquica dentro de las relaciones del capitalismo mundial en la que los países en desarrollo constituyen la variable dependiente.
- El movimiento internacional de los flujos de capital pone en riesgo la prosperidad, el crecimiento y la independencia de los receptores si no existe una política de regulación y absorción correctamente diseñada por las autoridades domésticas.
- El reto de movilizar un volumen adecuado de fondos públicos y privados que se complementen resulta muy complejo por las diferentes motivaciones que rigen sus movimientos, sin embargo, un buen número de razones permiten concluir que esta es una condición necesaria para la efectividad de los resultados en materia de flujos externos.
- Los flujos provenientes de fuentes oficiales mantienen su insuficiencia cuantitativa y condicionalidad a los intereses geoestratégicos de los donantes.
- Los flujos privados se mantienen como la principal fuente de ahorro externo y a la inversión extranjera como su principal instrumento.
- Las tendencias de la IED en el mundo no muestran cambios sustanciales en las últimas décadas, y pueden resumirse en los siguientes puntos:
 - El stock de IED sigue concentrado en los países capitalistas desarrollados en un 63,3% en el 2018, en los que –a su vez- se concentra el 71,8% de la emisión de los flujos de inversión en todo el mundo. Los grandes procesos de fusiones & adquisiciones y préstamos interempresariales se concentran también en este grupo de países.
 - Los países en desarrollo y en transición siguen recibiendo IED diseñada desde las corporaciones transnacionales y en función de sus intereses geoestratégicos y sus necesidades de valorización.
 - Algunos de los países en desarrollo, fundamentalmente asiáticos y latinoamericanos, han logrado captar flujos importantes en función de sus recursos naturales y –en un grupo de ellos- se desarrollan procesos de industrialización asociados a la manufactura ligera y media, los bajos costos relativos de la fuerza de trabajo y los vínculos a las cadenas globales de valor.
 - China ha logrado convertirse en una importante fuente y destino de la IED mundial a partir de un exitoso proceso de internacionalización no exento de contradicciones que debe seguir siendo estudiado.
 - La regulación de los procesos que rigen la IED, a pesar de la coyuntura derivada del auge del proteccionismo y la fractura de la globalización, de la política norteamericana y la desaceleración económica global que elevaron sus montos relativos sigue mostrando un comportamiento minoritario (34 % en 2018) y se prioriza la desregulación y la apertura.

- Las autoridades domésticas deberán diseñar políticas de desarrollo en las cuales la utilización de los flujos internacionales sea una variable dependiente en función del cumplimiento de tales objetivos.
- A pesar de los avances y el seguimiento internacional de los flujos internacionales de capital en sus diferentes modalidades e instrumentos es más el discurso y las metas inmersas en los debates que los logros y realidades que pueden constatarse.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (2017). *Migration and Remittances. Recent developments and outlook*.
- Banco Mundial (2018). *Informe sobre el desarrollo mundial*.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL) (2018a). *Los desafíos de América Latina y el Caribe con respecto al financiamiento para el desarrollo en el contexto de la Agenda 2030*. Santiago de Chile.
- _____ (2018b). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de políticas*.
- _____ (2018c). *Inversión extranjera en América Latina y el Caribe*
- _____ (2019a). *Inversión extranjera en América Latina y el Caribe*
- _____ (2019b). *Estudio Económico de América latina y el Caribe: El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión a la región*
- Lenin, V.I., (1973). *El imperialismo, fase superior del capitalismo*, Editorial Ciencias Sociales, La Habana. (Versión original 1916).
- OECD-DAC (2018). *Visiones, tendencias y enfoques de la cooperación*.
- Pérez Rodríguez, V., (2016). *Financiación para el Desarrollo: un análisis de nuevas alternativas*, Tesis de Doctorado, Universidad de La Habana, La Habana.
- UNCTAD (1999). *World Investment Report*.
- _____ (2019). *World Investment Report*.

OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- Banco Mundial (2013). *Financing for development post-2015*. Nueva York.
- BIS (2019). *International banking and financial market developments*
- Dubois, A., & Yoldi, P. (Marzo 2001). *La financiación del desarrollo: flujos privados y ayuda oficial al desarrollo*. Gobierno Vasco: Vitoria-Gasteiz.
- Castro, M.A. (2001). *Financiamiento del desarrollo en América Latina y el Caribe. Criterios de políticas*, *Economía y Desarrollo*, No. 1, Vol. 128, enero-junio, pp194-212.
- CEPAL (2008). *Tendencias y desafíos en la Cooperación Internacional y la movilización de recursos para el desarrollo en América Latina y el Caribe*, LC/G.2380 (SES.32/15), Santo Domingo.

- _____ (2015). *Financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe. Un análisis estratégico desde la perspectiva de los países de renta media*, Santiago de Chile.
- _____ (2016). *Panorama de la inserción mundial de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile.
- _____ (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016: La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los desafíos del financiamiento para el desarrollo*, LC/G.2684-P, Santiago de Chile.
- _____ (2017). *Inversión extranjera en América Latina y el Caribe*.
- _____ (2017). *Financiamiento de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible en América Latina y el Caribe: desafíos para la movilización de recursos*. Santiago de Chile.
- _____ (2018). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile.
- _____ (2018). *Segundo informe sobre el progreso y los desafíos regionales de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile.
- García Arias, J., (2015). Financiación innovadora para el desarrollo, en José Antonio Alonso (director), *Movilizando los recursos y los medios de apoyo para hacer realidad la Agenda de Desarrollo post-2015*, Secretaría General de Cooperación Internacional para el Desarrollo, Madrid, pp. 41-45.
- García Ruiz, M., (2010). Flujos Financieros hacia los países subdesarrollados, en Colectivo de Autores, *Economía Internacional* Tomo II, Editorial Félix Varela, La Habana, pp. 169-192.
- Jenks, B. (2015). Cooperación para el desarrollo de las Naciones Unidas: las raíces de una agenda de reforma, en José Antonio Ocampo, (editor), *Gobernanza global y desarrollo: Nuevos desafíos y prioridades de la cooperación internacional*, Siglo Veintiuno Editores Argentina S.A., Buenos Aires, pp. 207-248.
- NACIONES UNIDAS (2001). *Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Financiación al Desarrollo*, A/55/1000, Nueva York.
- _____ (2002). *Consenso de Monterrey de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo*, A/CONF.198/11, Monterrey.
- _____ (2008). *Declaración de Doha sobre el Financiamiento para el Desarrollo*, Documento final de la Conferencia internacional de seguimiento sobre la financiación para el desarrollo encargada de examinar la aplicación del Consenso de Monterrey, A/Conf.212/L.1/ Rev.1, Doha.
- _____ (2012). *World Economic and Social Survey: In Search of New Development Finance*, Nueva York, <www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_current/2012wess.pdf>.
- _____ (2014). *Comercio internacional y desarrollo*. Informe del Secretario General, A/69/179, Nueva York.

- _____ (2014c). Informe del Comité Intergubernamental de Expertos en Financiación del Desarrollo Sostenible, A/69/315, Nueva York.
- _____ (2015). Documento Final de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo: Agenda de Acción de Addis Abeba, A/Conf.227/L.1, Addis Abeba.
- _____ (2015). Resultados de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo Informe del Secretario General, A/70/320, Nueva York.
- _____ (2015). Resumen elaborado por el Presidente de la Asamblea General de las sesiones sustantivas oficiosas celebradas en preparación de la tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, A/Conf.227/3, Nueva York.
- _____ (2015). *Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*, A/RES/70/1, Nueva York.
- _____ (2016). *Progresos en los Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Informe del Secretario General. E/2016/75, Nueva York.
- OCDE (2005). Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda al Desarrollo. Apropiación, Armonización, Alineación & Resultados y Mutua Responsabilidad, *II Foro de Alto Nivel sobre la Eficacia de la Ayuda*, París, <www.oecd.org/dataoecd/53/56/34580968.pdf>
- _____ (2011). *Development Co-operation Report 2011*, 50th Anniversary Edition, OECD Publishing, París, <<http://dx.doi.org/10.1787/dcr2011-en>>.,
- _____ (2012). *Development Co-operation Report 2012: Lessons in Linking Sustainability and Development*, OECD Publishing, París, <<http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2012-en>>, Fecha de consulta: 26 de noviembre de 2015.
- _____ (2012). La Ayuda Oficial para el Desarrollo: tendencias y contradicciones, en Arnaldo Sánchez, (editor), *De la Economía Internacional*. Estudios y reflexiones de investigadores desde la vivencia de Cuba, Editorial CEDEM, La Habana, pp.76-99, ISBN 978-959-7005-61-2.
- _____ (2014). *Development Co-operation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development*, OECD Publishing, París, < <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2014-en>>, Fecha de consulta: 3 de diciembre de 2015.
- _____ (2015). *Development Co-operation Report 2015: Making Partnerships Effective Coalitions for Action*, OECD Publishing, París, < <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2015-en>>, Fecha de consulta: 19 de mayo de 2016.
- _____ (2016). *Development Co-operation Report 2016: The Sustainable Development Goals as Business Opportunities*, OECD Publishing, París, <<http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2016-en>>, Fecha de consulta: 19 de septiembre de 2016.
- Sanahuja, J.A. (2007). ¿Más y mejor ayuda? La Declaración de París y las tendencias en la cooperación al desarrollo, en Manuela Mesa (coordinadora), *Guerra y conflictos en el Siglo XXI: Tendencias globales*. Anuario 2007-2008, Centro de Educación e Investigación para la Paz (CEIPAZ), Madrid, pp. 71-101.
- Graham, E., (1980). *Empresas Multinacionales. Teoría sobre inversiones extranjeras*. Caracas, CONICIT. División de desarrollo de Recursos Humanos.

- Salas Couce, C. (2014). La inversión extranjera dentro de la crisis. *Revista Economía y Desarrollo*. Volumen 51, número 1. ISBN 0252-8584
- _____ (2015). Inversión extranjera y desarrollo: experiencias internacionales y enfoques de políticas. Lecciones y proposiciones para Cuba. *De la Economía Internacional* ISBN 978-959-7005-74-2.
- _____ (2016). *La Inversión extranjera en el Caribe*. www.lasa.org
- SELA (2003). *América Latina y el Caribe: flujos financieros, inversión y deuda externa. Prioridades de la región*. XXIX Reunión Ordinaria del Consejo Latinoamericano. Caracas, Venezuela: Secretaría Permanente del SELA.
- SELA (2008). *El Consenso de Monterrey Seis Años después y la Financiación al Desarrollo en América Latina y el Caribe*. Documento de Base. SP/DRFDDERANONUCM/DT N° 2-08/Rev. 1, Caracas.
- SECRETARÍA GENERAL IBEROAMERICANA (SEGIB) (2007). *Informe de la Cooperación Sur-Sur en Iberoamérica*, Estudios SEGIB, No. 2., Madrid, <<http://segib.org/upload/File/librocastellanoCompleto.pdf>>.
- _____ (2008) *Informe de la Cooperación Sur-Sur en Iberoamérica*, Estudios SEGIB, No. 3, Madrid, <http://segib.org/documentos/esp/sur_sur_web_ES.PDF>
- _____ (2012). *Informe de la Cooperación Sur-Sur en Iberoamérica*, Estudios SEGIB, No. 7, Madrid, <http://cohombrocolombia.com/InformeSur-Sur-2012_Esp.pdf>.
- _____ (2014). *Informe de la Cooperación Sur-Sur en Iberoamérica 2013-14*. Madrid. <http://www.segib.org/sites/default/files/Informe%20de%20la%20Cooperacion%20Sur-Sur%20en%20Iberoamerica%202013-2014.pdf>
- Sumner, A. (2012). Where Do The Poor Live?, *World Development*, Vol. 40, No. 5, pp. 865-877.
- Sumner, A. y Lawo, T., (2013). *The Post-2015 Development Agenda: a Review of the Debate and Potential Elements of a Joint EU Strategy*, Eadi Policy Paper Series, Washington.
- Tomassian, G. C., & Matos, A. (2017). *El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe: La movilización de recursos para el desarrollo medioambiental*. Santiago de Chile.
- UNCETA, K. (2013). Cooperación para el desarrollo: anatomía de una crisis, *Íconos*, No. 47, septiembre, FLACSO, Quito, pp. 15-29, ISSN: 1390-1249.
- Unceta, K. et al., (2014). Evidencias e Interrogantes Sobre Desarrollo, Financiación Externa y AOD: un Análisis de Componentes Principales, *Revista de Economía Mundial*, No. 36, enero-abril, pp. 153-178, Huelva, ISSN: 15760162.
- UNCTAD (2015). *Trade and Development Report 2015: Making the international for development financial architecture work*, Naciones Unidas.
- _____ (2017). *World Investment Report*.
- _____ (2018). *World Investment Report*.
- Vernon (1966). International Investment and International Trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*. Volumen 80, Issue 2.

ANEXOS

Anexo 1

Recuadro 1: ¿Qué es la Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda al Desarrollo?

La Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda al Desarrollo, acordada en marzo de 2005, establece los compromisos globales para los países donantes y receptores para avanzar en una ayuda al desarrollo más eficaz en el marco de un significativo aumento de la ayuda al desarrollo. La intención es reformar la entrega y la gestión de la ayuda externa de forma de mejorar su eficacia. Las reformas intentan "aumentar el impacto de la ayuda al desarrollo [...] en la reducción de la pobreza y la desigualdad, el aumento del crecimiento, de capacidades y la aceleración del logro de los ODM". La DP describe cinco principios que debería incluir la entrega de la ayuda al desarrollo:

APROPIACIÓN: Los países en desarrollo ejercerán un liderazgo efectivo sobre sus políticas y estrategias de desarrollo, y coordinarán acciones para el desarrollo;

ALINEACIÓN: Los países donantes basarán su apoyo en las estrategias de desarrollo, las instituciones y los procedimientos de los países receptores;

ARMONIZACIÓN: Los países donantes trabajarán de forma que sus acciones sean más armónicas, transparentes y colectivamente efectivas;

GESTIÓN POR RESULTADOS: Todos los países gestionarán sus recursos y mejorarán el proceso de toma de decisiones para el logro de resultados; y,

RENDICIÓN DE CUENTAS MUTUA: Los países donantes y los países en desarrollo se comprometen a que rendirán cuentas mutuas en torno a los resultados de desarrollo.

Los signatarios incluyen 35 países donantes y agencias, 26 agencias multilaterales y 56 países que reciben ayuda al desarrollo.

La DP especifica indicadores, cronogramas y metas para las acciones por parte de los donantes y los gobiernos contrapartes, y contiene una agenda embrionaria para la implementación y monitoreo del progreso, hasta el año 2010. Esto incluye el Foro de Alto Nivel que tendrá lugar en Ghana en setiembre de 2008.

Anexo 2. Teorías acerca de la IED y las motivaciones de las ETN

➤ Teoría de la competencia y la imperfección de los mercados (Hymer, S., 1960)

Este estudio plantea que la explicación a la inversión directa extranjera debía buscarse en las imperfecciones de los mercados. En su análisis, destacó que algunas empresas nacionales, al perder su posición de oligopolio en su país de origen en los mercados de ciertos productos, comienzan a fabricar el mismo producto en el extranjero a fin de conservar su control de los mercados. En ese sentido, la inversión directa internacional en distintos centros de producción, se justifica cuando se busca proteger posiciones de mercado, conformando estructuras productivas que atiendan mercados de varios países, con base en funciones de tecnología propia y de economías de escala que permitan mantener situaciones de dominio de mercado. Otros elementos importantes para explicar estos flujos en mercados de alta concentración, se relacionan con el proceso de diferenciación de productos, y el desarrollo de tecnología o la realización de actividades de investigación y desarrollo.

Para invertir en el exterior de manera directa, sostenía Hymer, las empresas debían poseer ciertas ventajas propias, específicas de la propia empresa, para superar las desventajas que suponen los costos asociados por operar en el extranjero y no en el país de origen. Básicamente, estas desventajas pueden resumirse en la falta de conocimiento de la situación de los mercados, y en general, en la falta de información relevante para la toma de decisiones gerenciales en realidades distintas a la del país de origen de la empresa que invierte en el extranjero.

De acuerdo con Hymer, otra ventaja sería la posibilidad, por parte de las empresas extranjeras, de obtener información relevante que les permitiese producir un producto ya demandado, es decir, que la empresa pudiera disponer de información privilegiada que le permitiese diferenciar mejor su producto de los preexistentes en el mercado local, donde va a entrar a competir.

➤ Teoría sobre el ciclo de vida del producto y la trayectoria del desarrollo de las inversiones (Vernon, R., 1966)

La idea fundamental de Vernon se basaba en que las características económicas de un producto cambian con el tiempo, debido principalmente a la expansión y cada vez más fácil apropiación de los conocimientos necesarios para su producción. En consecuencia, el reconocimiento de que hay distintos momentos en cuanto al avance y desarrollo de la vida útil del producto de una empresa, ha llevado, a los estudiosos del mercado, a identificar tres fases en el ciclo de vida de un producto: introducción, estandarización, maduración

Con la utilización del modelo de ciclo de vida del producto, Vernon intenta explicar la decisión de una empresa para invertir directamente en el extranjero de la siguiente forma: en la primera fase, el producto es nuevo en el mercado. Los costos que implica la fabricación del nuevo producto en un país extranjero no justifican la inversión directa. Las ventas en el exterior son realizadas sólo vía exportaciones.

En la segunda etapa del ciclo, en la estandarización, las exportaciones a ese mercado dejan de crecer y hasta pueden decrecer, sin embargo, se continuará exportando a los mercados donde la producción local por parte de la empresa promotora del producto aún no lo ha introducido. Sin embargo, en el mercado de origen, los competidores comienzan a estudiar la tecnología, y a copiar e introducir sus propios productos, compitiendo en pie de igualdad con el creador original del producto.

En la tercera etapa o fase de maduración, la competencia es tal, que la empresa inventora, creadora del producto, prefiere invertir directamente en el extranjero, para recomenzar en otro país su ciclo de vida, en vista de la competencia desarrollada por sus competidores en el mercado doméstico, quienes ya dominan la ventaja inicial tecnológica desarrollada y comercializada por la empresa pionera.

De esta forma, se puede concluir que para Vernon la explicación de la Inversión Extranjera Directa, se basa en dos nociones fundamentales: la maduración del producto que determina la necesidad de que la empresa instale filiales en el extranjero con el fin de proteger sus mercados, y la diseminación del conocimiento, es decir, que los competidores pueden, y de hecho lo hacen, producir, con la misma tecnología y características, el bien en el que la empresa originaria gastó tiempo y dinero, y que ahora estandarizado, es fácil de ser reproducido en el mismo mercado de origen.

➤ **Teoría de los mercados oligopolísticos (Knickerbocker, F., 1973)**

Sostiene que las empresas pertenecientes a industrias oligopólicas buscan su estabilidad, mantener y consolidar su posición en el mercado oligopólico tanto a nivel local como internacional. Así, una determinante importante de las inversiones extranjeras directas, es la motivación de ciertas empresas a seguir la conducta de las empresas competidoras (conducta imitativa). La estrategia de invertir en el extranjero por parte de una de ellas, genera una reacción en cadena entre sus competidores, puesto que se busca mantener el equilibrio y las mismas condiciones de riesgos entre todos los participantes del oligopolio sin distinciones de localización de mercado, incluso corriendo el riesgo de no obtener tasas de retomo atractivas e inclusive obteniendo tasas de retomo negativas durante un cierto período.

➤ **Teoría Ecléctica o paradigma OLI (Dunning, R., 1971)**

Esta teoría intenta conciliar las diferentes teorías, de ahí su denominación de a Teoría Ecléctica sobre las Inversiones Extranjeras Directas. Sostiene que las empresas realizan inversiones extranjeras por razones funcionales y organizacionales, y no sólo por razones de tipo financiero (rentabilidad o retorno económico).

Entre las razones funcionales y organizacionales que justifican realizar una inversión directa en ultramar se encuentran las siguientes:

- 1) La empresa inversionista prefiere ser propietaria del activo productivo que otorgar una licencia para la producción en el extranjero.
- 2) Al realizar una inversión en ultramar, la empresa conserva el control sobre el mercado de su producto. El control sobre la forma como se comercia el producto asegura que la empresa puede preservar su posición en el mercado, tanto para ese como para nuevos productos.
- 3) Existen razones de costo, en virtud de las diferencias en los costos de los diferentes factores de producción. La desigualdad del precio de los factores y la diferencia de disponibilidad de los mismos que justifican, en muchas oportunidades, la ubicación de empresas o centros de producción fuera del mercado doméstico.

No existe, en consecuencia, para esta concepción ecléctica, una razón única, una motivación exclusiva que pueda explicar con absoluta claridad las causas o motivaciones que llevan a las empresas a tomar la decisión de invertir de manera directa en el extranjero.

No obstante, siempre que se produzca una inversión externa y más allá de las mediaciones que pueden imponer situaciones particulares y momentos específicos, el fin último de este proceso es la obtención de beneficios.

CAPITULO IV LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Dra. Elda Molina Díaz
Centro de Investigaciones de Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

El crecimiento y dinamismo de la actividad financiera internacional se ha asociado a lo largo del tiempo, fundamentalmente, al incremento del peso de la esfera financiera en las economías avanzadas (EA) y al desarrollo alcanzado por sus mercados financieros. En consecuencia, estas concentran el peso fundamental (volúmenes y valores) de las operaciones financieras que se realizan a escala internacional, de modo que son las principales demandantes y oferentes de recursos financieros a escala mundial, fundamentalmente desde mediados del pasado siglo.

Sin embargo, desde los años 90, acontecimientos ocurridos en estas economías y en las emergentes (EE), han contribuido a un incremento en la participación de estas últimas en los mercados financieros internacionales. Además, en muchas de ellas se han creado y desarrollado mercados de valores propios, como los mercados de bonos en moneda local, que han contribuido a la canalización del ahorro hacia estas economías. Dicha tendencia se afianzó con bastante fuerza después de la crisis financiera de 2008, incluso comenzaron a tener una mayor presencia como prestamistas e inversionistas fuera de sus fronteras.

Antes de continuar, resulta conveniente hacer algunas precisiones acerca de lo que se conoce como economías o mercados emergentes. Puede decirse que existe consenso en que el término se refiere a aquellos países que han mostrado un rápido crecimiento económico en las últimas décadas, así como un incremento notable en sus relaciones externas y su peso en la economía internacional. Sin embargo, resulta más difícil hallar coincidencias en la designación de los países que los integran, pues existen varias clasificaciones por parte de diferentes organismos o instituciones⁷⁸.

Esas clasificaciones tienen que ver básicamente con el momento en que dichos países despegaron (comenzaron a mostrar altas tasas de crecimiento) y con el grado de desarrollo económico alcanzado (ingreso nacional, desarrollo de infraestructura de mercados). De este modo, algunos los diferencian por generaciones, en avanzados y secundarios. Algunas entidades clasifican como tales a 22 países, otras 26, otras 30.⁷⁹

⁷⁸ Algunos organismos no incluyen esa categoría en sus sistemas de clasificación de países, como es el caso del Banco Mundial o Naciones Unidas, pero la aceptan y utilizan. Por lo general, es utilizada por las fuentes de información sobre inversiones como *ISI Emerging Markets* y *The Economist* o creadores de índice de mercados, como *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* y *Financial Times Stock Exchange (FTSE)*.

⁷⁹ Los países que se incluyen, algunos por determinados organismos, otros por todos, son: de Asia, China, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Tailandia, Taiwán, Rep. de Corea; de América Latina, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela; del Este de Europa, Rusia, Polonia, Rumania, Rep. Checa, Hungría, Turquía; de Medio Oriente, Israel, Arabia Saudita; y de África, Sudáfrica, Egipto,

Lo importante en este sentido, es tener en cuenta que cuando en el capítulo se refiera a EE, se están incluyendo en el grupo a países con diferentes grados de desarrollo, y por tanto, el peso de cada uno en las cifras y en las conclusiones generales no tienen la misma relevancia; o que en dependencia de la fuente, se está considerando a un determinado grupo de países y no necesariamente a todos.

El objetivo del capítulo es mostrar la participación creciente de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales como receptores de fondos, y más recientemente también como oferentes de recursos financieros, así como el desarrollo relativo alcanzado por sus mercados financieros domésticos en la actualidad. Asimismo, se señalan las consecuencias tanto positivas como negativas de este nuevo fenómeno.

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS ANTES DE LA CRISIS 2007-2008

En la década 1990 se incrementó el volumen de fondos colocados en los países subdesarrollados, en particular los conocidos como “economías emergentes”.

Son varios los factores que explicaron este fenómeno. Por el lado de la demanda, se pueden mencionar que, como parte de las políticas neoliberales “recomendadas” por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para “sanear” las economías luego de la crisis de la deuda de los 80, estos países llevaron a cabo reformas económicas, entre ellas financieras, que trajeron como resultado la modernización y liberalización de sus sistemas financieros. Ello, junto a que lograron un favorable desenvolvimiento macroeconómico, incidió en una mejora en la percepción de riesgos por parte de prestamistas e inversores.

Además, como parte de las políticas neoliberales prevalecientes en esos años, se produjo una ola de privatizaciones a través de fusiones y adquisiciones, que favoreció la entrada de capitales vía inversión extranjera directa (IED), convirtiéndose en los flujos financieros más importantes recibidos por los países subdesarrollados.

Por el lado de la oferta, entre los factores más importantes se destacaron la caída de las tasas de interés en los países industrializados (principalmente en Estados Unidos (EEUU) y la Unión Europea) y el crecimiento económico relativamente lento en la mayoría de las economías avanzadas.

La tendencia al incremento de la participación de las EE en los mercados financieros se reforzó a lo largo de los 90 y en los 2000, debido a que muchos de estos países continuaron realizando reformas financieras en respuesta a las crisis financieras que tuvieron lugar a fines de esa primera década y principios de la segunda. Entre las transformaciones más relevantes estuvieron el fortalecimiento de los mercados financieros domésticos, la implementación de políticas cambiarias más flexibles y el relajamiento de controles de los flujos financieros

Marruecos. Algunas clasificaciones incluyen a Hong Kong, Singapur y Emiratos Árabes Unidos, y otras los consideran como países desarrollados. (FTSE, 2009; MSCI, 2016)

transfronterizos, con el objetivo de estimular la entrada de recursos desde el exterior y tratar de manejar mejor los riesgos asociados a estos flujos.

Influyó también, desde la parte de los oferentes de recursos financieros, la notable expansión de los fondos de inversión y otros inversionistas institucionales que brindan más oportunidades para la captación de fondos de inversionistas individuales, y la tendencia de estos a colocar sus inversiones en diversos mercados, utilizando diferentes instrumentos, denominando sus operaciones en diversas monedas y operando en diversos países a un mismo tiempo, como forma de maximizar su rentabilidad y diversificar sus carteras de riesgos.

El resultado fue, además de un crecimiento en el volumen de recursos financieros externos hacia esos países, un cambio en su composición, pues no solo aumentaron los préstamos bancarios y las inversiones directas, sino también se expandieron considerablemente las inversiones en cartera. Mejoraron asimismo las condiciones de financiamiento, lo que unido al favorable desempeño económico, posibilitó una mejora en su posición de pagos externos.

Sin embargo, quizás lo más significativo en términos de avances en mercados financieros, fue que se produjo un notable desarrollo de los mercados de bonos en moneda local en las EE, especialmente en países del Este de Asia, pero también de América Latina y de Europa Oriental. Ello a su vez trajo como consecuencia un incremento de la negociación de estas monedas en los mercados de divisas, así como una incipiente utilización de las mismas en los mercados de derivados internacionales y también domésticos.

La innovación financiera jugó también un papel muy importante en el desarrollo de los mercados financieros de EE, tanto del lado de los prestatarios como de los prestamistas. Para los primeros, la innovación les ha ofrecido la posibilidad de ampliar sus fuentes de financiamiento (a través de instrumentos que les permiten obtener el financiamiento en moneda local o apalancamiento para recibir créditos). Para los segundos, favorece el surgimiento y desarrollo de instrumentos que les posibiliten ampliar sus posibilidades de inversión (la construcción y posterior venta de productos estructurados, por ejemplo, les permite salir de títulos riesgosos y obtener dinero para continuar prestando). Para ambos, la innovación representa además una vía de protegerse contra riesgos, lo que los estimula a asumir mayores exposiciones. Un ejemplo de tales instrumentos son los Swaps de Incumplimientos Crediticios (CDS⁸⁰), un derivado crediticio muy usado en la actualidad por prestamistas e inversionistas para manejar riesgos de impago.

Otra consecuencia de la liberalización en estos mercados, no beneficiosa en este caso, ha sido el crecimiento de la actividad de los especuladores extranjeros en los mercados locales.⁸¹

De todos modos, debe destacarse que a pesar del rápido crecimiento de los mercados financieros emergentes, estos continuaron -y aún continúan, como se mostrará en los epígrafes que siguen- siendo relativamente pequeños desde una perspectiva global.

⁸⁰ CDS son las siglas en inglés del instrumento financiero *Credit Default Swap*.

⁸¹ Para ampliar al respecto ver (Bekaert y Campbell, 2000)

LAS EE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA

Si desde antes de la crisis de fines de 2007-2008 la participación de las EE en los mercados financieros internacionales había venido comportándose de manera bastante favorable, en los años posteriores a esta, aproximadamente hasta 2013-2014, se produjo un auge no experimentado hasta entonces en la inversión en activos de estos países y un significativo avance en el desarrollo de sus mercados domésticos.

Durante esos años las EA sufrieron de manera muy aguda los efectos de la crisis. Además de sus bajos crecimientos y las afectaciones en sus sistemas financieros, influyó que esos países implementaron una política monetaria expansiva con tasas de interés muy bajas, cercanas a cero, por un periodo bastante prolongado, con el objetivo de estimular la actividad económica, que estimuló a los inversionistas a buscar mayores rendimientos en inversiones más riesgosas.

En cambio, las EE mostraron un buen comportamiento, no sólo porque no experimentaron de manera directa el impacto de la crisis, sino porque estuvieron mejor preparadas para enfrentar sus consecuencias. Sus indicadores macroeconómicos, infraestructura financiera y mecanismos reguladores revelaron más fortaleza; y sus reservas crecieron significativamente. A ello se sumó el período relativamente extenso de altos precios de las materias primas, que benefició a muchas de ellas. El resultado fue un incremento considerable de flujos financieros vía créditos e inversiones en cartera hacia las EE, que estimuló también la demanda de sus monedas.

Se destaca de manera particular el incremento de la posición de países como India y China en las finanzas internacionales. Por su relevancia, en la segunda parte del libro se dedica un capítulo a este último.

La tendencia al crecimiento en la entrada de flujos financieros hacia las EE pareció interrumpirse en 2015, año en que se produjo un descenso significativo en la entrada de recursos financieros hacia las EE (respecto a los niveles alcanzados en 2007 y los años inmediatamente posteriores a la crisis); así como en un aumento de la salida de capitales desde ellas, que trajo como resultado una cuantiosa salida neta de capitales al exterior (Gráfico 1). Ello se explica por la conjunción de una serie de factores internos y externos.

En el orden interno, la interrupción del buen comportamiento macroeconómico mostrado por estas economías, con una desaceleración de su crecimiento; un incremento de la deuda interna⁸² y externa; los desbalances estructurales no resueltos⁸³; la depreciación de sus monedas y la reducción de sus reservas; unido a la agudización de las tensiones geopolíticas en muchas de ellas. Desde el exterior, influyó el panorama de incertidumbre y volatilidad que

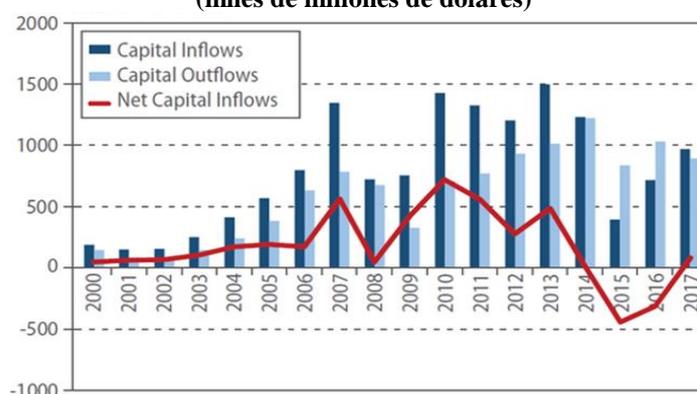
⁸² La deuda de los sectores públicos y privados no financieros como porcentaje del PIB de estas economías es en estos momentos aproximadamente un 50% mayor que en 1997. (BIS, 2015)

⁸³ Es de considerar, por ejemplo, que en general estas economías no supieron aprovechar el auge de los precios de las materias primas para crear condiciones de crecimiento endógeno.

ha caracterizado a las finanzas internacionales, y particularmente a los mercados financieros, a partir de la crisis⁸⁴; el cambio en la política monetaria en Estados Unidos⁸⁵; y el desplome de los precios de muchas materias primas vitales para algunas de estas economías. Todo lo anterior incidió en un incremento de la percepción de riesgos por parte de los inversionistas.

A partir de 2016 la tendencia al crecimiento en la entrada de flujos financieros se ha recuperado, aunque a menores ritmos que en años anteriores (Gráfico 1) y de manera más inestable, acorde a las condiciones de incertidumbre predominantes a escala global. Por ejemplo, a principios de 2018 hubo una nueva caída en la entrada de financiamiento, pero más moderada que la de 2015. (van Dijkhuizen y Neuteboom, 2018)

Gráfico 1
Flujos de capitales en Economías Emergentes
(miles de millones de dólares)



Fuente: Institute of International Finance (IIF), Tomado de (UU.NN., 2017)

En general, puede decirse que la situación financiera de la mayoría de las EE es más favorable en la actualidad que hace dos décadas, si se tienen en cuenta algunos elementos como:

- ✓ Las reservas de divisas crecen de manera relativamente estable, a pesar de las salidas de recursos financieros de los últimos años. (Gráfico 2) En el caso de China, estas alcanzan más de 3 billones de dólares para situarse como las más altas del mundo. Estos recursos les permiten enfrentar mejor los choques externos.⁸⁶
- ✓ Han logrado cierto desarrollo de sus propios mercados crediticios que les ha permitido reducir su dependencia del financiamiento externo.

⁸⁴ Particularmente en 2015 habría que añadir las turbulencias ocurridas en los MFI en agosto y septiembre, a causa principalmente de los sucesos ocurridos en China: la depreciación del yuan después de varios años de revaluaciones y la caída de la bolsa de Shanghai (Molina y Regalado, 2016).

⁸⁵ Primero las expectativas de los inversionistas respecto a la subida de las tasas de interés de EEUU y posteriormente la verificación de esas expectativas.

⁸⁶ Debe destacarse que, fundamentalmente con ese propósito, a pesar de los resultados positivos alcanzados por estas economías y los avances de sus mercados financieros, sus reservas internacionales permanecen mayoritariamente en dólares.

Gráfico 2
Reservas en divisas de algunas Economías Emergentes importantes
Índice, Enero 2014=100



Fuente: Thomson Reuters Datastream, Tomado de (van Dijkhuizen y Neuteboom, 2018)

No obstante, aunque lo anterior evidencia que el riesgo de contagio ante eventos negativos se encuentra relativamente contenido, ello no significa que haya desaparecido: primero, porque las economías continúan siendo dependientes del exterior, tanto de recursos financieros como de otros, como las materias primas y otros bienes cuyos precios son determinados por los mercados externos; y segundo, porque la mayor integración de sus mercados financieros a los mercados internacionales los hace más vulnerables a los choques externos. Otra consideración necesaria es que la situación descrita de forma general, no es la que predomina en todas las EE. Argentina, Turquía, Egipto, entre otras, no presentan una evolución tan favorable como China, India, Brasil o Sudáfrica, por solo mencionar algunos ejemplos.

Para tener una visión más completa de la evolución y situación actual del financiamiento de las EE en mercados financieros, a continuación se presenta un análisis más detallado según los diferentes segmentos que lo componen.

DESEMPEÑO RECIENTE DE LAS EE EN LOS DISTINTOS SEGMENTOS DEL MERCADO FINANCIERO

➤ **Mercado de Créditos**

El comportamiento del crédito a las EE ha revelado características particulares a partir de la crisis financiera. Como se mencionó antes, de manera general ha mostrado una tendencia ascendente, pero con diferencias respecto a décadas anteriores.

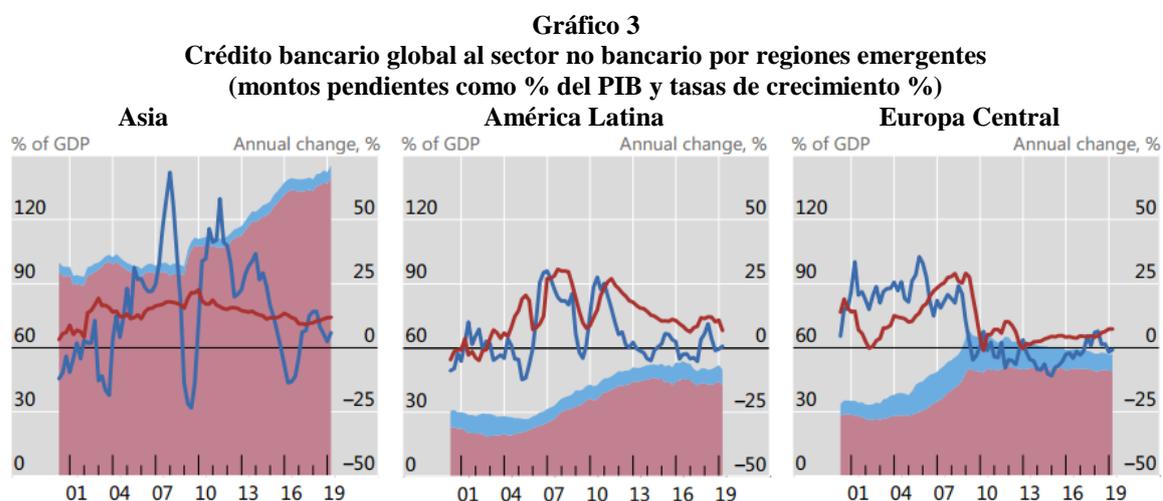
El crédito bancario total a EE continúa siendo predominante y en ascenso, aunque su participación en el total ha descendido en función del incremento del crédito no bancario, fundamentalmente a través de títulos como se mostrará más adelante.

En los años inmediatos a la crisis el crédito bancario transfronterizo se redujo en términos absolutos hacia todos los destinos, debido en lo fundamental a factores del lado de la oferta: la situación en que quedaron los bancos de las EA y, en consecuencia, sus esfuerzos por fortalecer sus balances y satisfacer los nuevos requerimientos regulatorios y de

supervisión (FMI, 2015); así como por el incremento de la aversión al riesgo por parte de los prestamistas.

Sin embargo, en los años posteriores, a pesar de que continuó siendo mayor en volúmenes hacia las EA, hacia las emergentes los crecimientos fueron mucho más importantes. No obstante, respecto a otras fuentes, la parte del crédito proveniente de bancos extranjeros en EE ha caído en los últimos años, situándose entre un 15-20% como promedio del total de créditos, mientras el resto proviene de bancos domésticos (la mayor parte) (Gráfico 3) o acreedores no bancarios, una buena parte en moneda local. (Hardy, 2019)

Por supuesto, no todas las regiones ni todos los países han resultado igualmente favorecidos. Se destaca de manera particular la región asiática, relativamente más desarrollada que el resto, y dentro de ella China, el país de más altos crecimientos del PIB durante décadas. (Gráfico 3)



Notas:

Eje izquierdo: montos pendientes (% del PIB)

Rojo—crédito local

Eje derecho: crecimientos (%)

Azul—crédito transfronterizo

Asia: China, Hong Kong, India, Indonesia, Rep. Corea, Malasia, Singapur y Tailandia

América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México

Europa: Rep.Checa, Hungría y Polonia

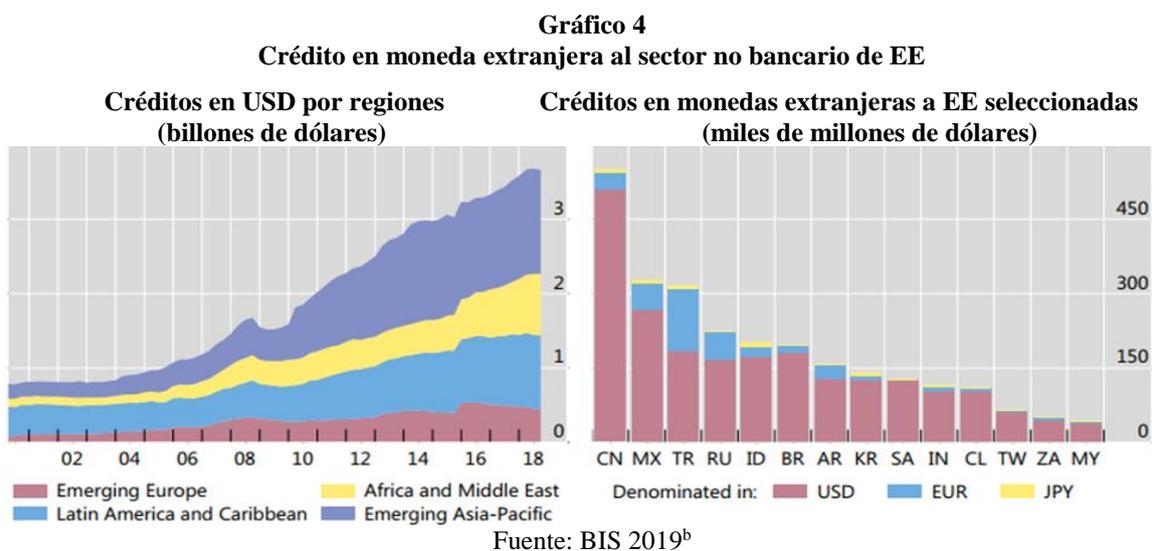
Fuente: BIS, 2019a

Aunque la participación de la banca extranjera en los créditos se ha reducido, la concentración de estos en determinados sistemas bancarios foráneos es alta y se ha incrementado en los últimos años. Así, entre el 70-80% de los activos del sector no bancario están en manos de tres sistemas bancarios. Los principales acreedores extranjeros de EE son los bancos de Estados Unidos y el Reino Unido, seguidos de Japón, España y Francia, aunque en algunos países los bancos españoles y franceses son los principales prestamistas. (Hardy, 2019)

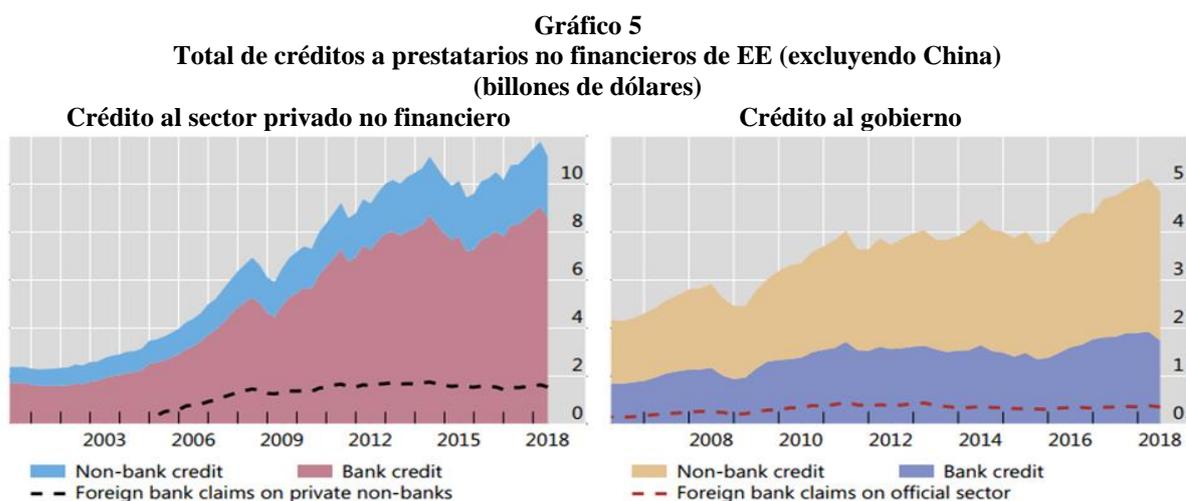
Es de destacar que mientras los bancos de países desarrollados restringieron sus créditos, los provenientes de bancos de los propios países emergentes siguieron creciendo, sobre

todo fuera de sus fronteras, particularmente a otros países menos desarrollados. Sobre ello se tratará en el siguiente epígrafe.

En cuanto a la moneda en que se endeudan las EE (referido al total de créditos, bancarios y en títulos), a pesar del incremento del peso de la moneda local, sobre todo por la emisión de títulos denominados en ella, el crédito en moneda extranjera continúa predominando y con una tendencia ascendente, particularmente el denominado en dólares estadounidenses (Gráfico 4)



Según el destino (por tipo de prestatario) de los créditos, las fuentes bancarias financian fundamentalmente a entidades no financieras privadas (a ellas se dirige el 77% del total), mientras el crédito de fuentes no bancarias, que se ha expandido a una tasa promedio anual de 4.5% desde la pasada década, se dirige básicamente a los gobiernos (Gráfico 5), de manera importante a través de compras de títulos de deuda. Los bancos proveen solo cerca de 1/3 de esos créditos, de los cuales la mayor parte son bancos domésticos. (Hardy, 2019)



Notas:

- El crédito al sector no financiero privado incluye el de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hungría, Indonesia, Israel, India, Rep. de Corea, México, Malasia, Filipinas, Rusia, Tailandia, Turquía y Sudáfrica

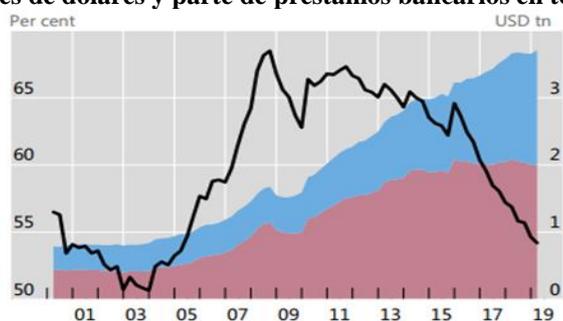
- El crédito al gobierno incluye a Argentina, Brasil, India, Rep. de Corea, Rusia, Tailandia y Turquía (la muestra se limita a datos sobre créditos gubernamentales de bancos)
- El sector oficial incluye gobiernos y bancos centrales

Fuente: Hardy, 2019

Los gobiernos son los mayores emisores de bonos en moneda local, básicamente en mercados domésticos. Según Moody's, la deuda soberana en moneda local creció a un promedio por encima del 14% anual de 2000 a 2014, un considerable salto comparado con el modesto 2.3% de crecimiento promedio de la deuda soberana en moneda extranjera durante el mismo período (TIAA Global Asset Management, 2016).

Sin embargo, también ha crecido la emisión de títulos de deuda por parte de las corporaciones, tanto en dólares (su principal moneda de denominación), como muestra el gráfico 6, como en moneda local, según se muestra en el gráfico 7.

Gráfico 6
Crédito en dólares a entidades no bancarias de EE
 (montos en billones de dólares y parte de préstamos bancarios en total en por ciento)



Nota: Eje izquierdo, línea negra: parte de préstamos bancarios del total
 Eje derecho, azul: monto por emisiones de bonos;
 rojo: monto de préstamos bancarios
 Fuente: BIS, 2019^a

Gráfico 7
Composición de las emisiones de bonos corporativos de EE
 (miles de millones de dólares)



Nota:
 Azul—bonos en moneda local
 Verde—bonos en moneda extranjera
 Fuente: FMI, 2015

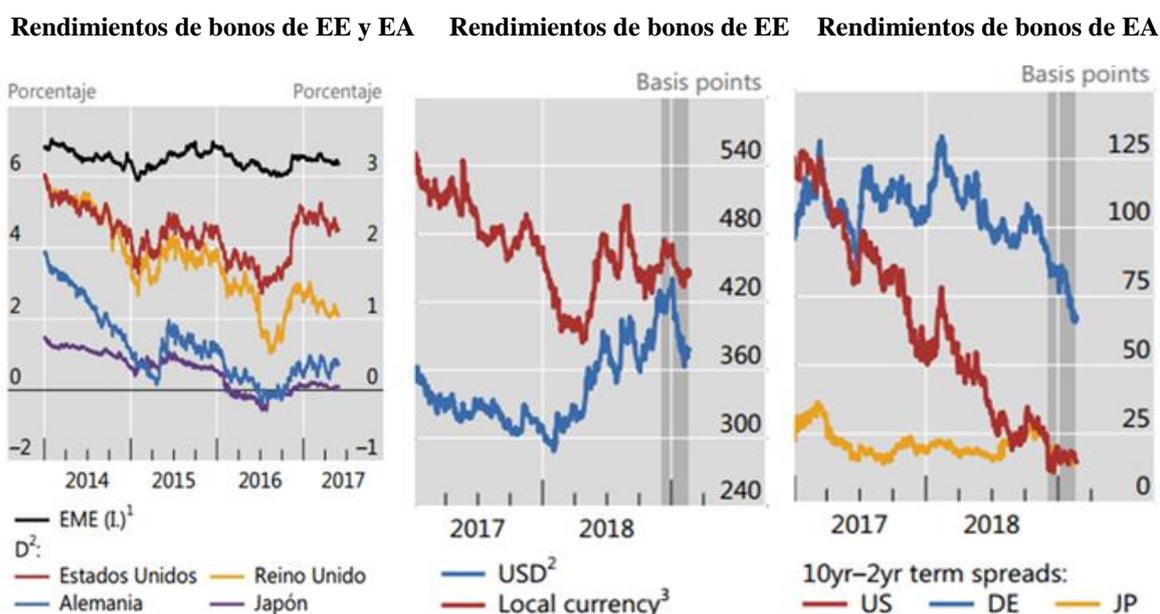
El crecimiento de la financiación a través de la emisión de títulos se explica por varias razones. La más importante, como se mencionó al inicio, es el incremento del apetito por el riesgo por parte de los inversionistas ante el prolongado período de bajos rendimientos

debido a las bajas tasas de interés prevalecientes en los mercados; y también por el desarrollo alcanzado por los mercados locales.

En los últimos años, ha crecido la inversión por parte de los llamados inversionistas institucionales (dentro de los que se incluyen compañías de seguro, fondos de inversión, fondos de pensiones)⁸⁷, que se caracterizan precisamente por realizar inversiones riesgosas a cambios de altos retornos, muchas de ellas en países emergentes. También han aumentado su papel los inversionistas institucionales nacionales, que son los que principalmente compran los bonos en moneda local, proporcionando una fuente de financiación relativamente estable.

Los inversionistas se han beneficiado de los diferenciales de rendimientos más elevados y estables en estas economías respecto a las avanzadas. En el gráfico siguiente (8) se muestran los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de las EE y de los principales países desarrollados en los últimos años.

Gráfico 8
Rendimientos de bonos soberanos a largo plazo de EE y EA



Nota: EME¹- Índice JPMorgan de rendimientos de deuda pública de EE en moneda local

Fuente: BIS, 2017

Fuente: BIS, 2019^a

Fuente: BIS, 2019^a

Del análisis realizado pueden extraerse dos conclusiones preliminares para finalizar el acápite:

Una, que a pesar de los avances en el ámbito financiero logrados por las EE, aún no están completamente integradas a los mercados internacionales, y sus títulos son vistos con cierto recelo por parte de los inversionistas, no solo por la incertidumbre acerca del

⁸⁷ Como parte de la tendencia a la desintermediación financiera que se produce en los mercados financieros internacionales.

desempeño económico que por lo general existe alrededor de estos países, basado en su comportamiento reciente, sino también por factores políticos.

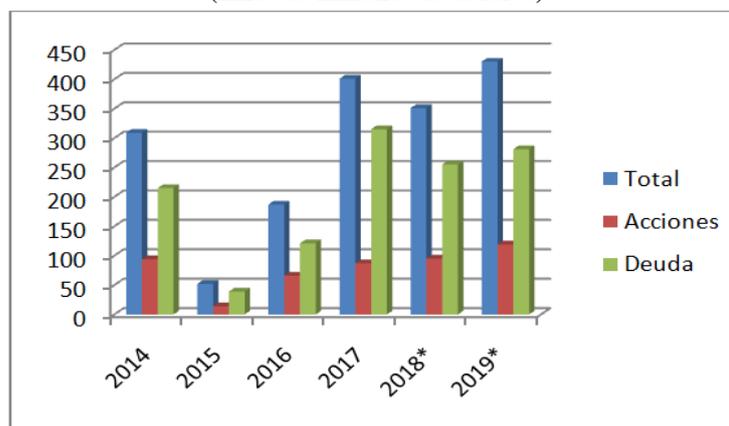
La otra, que si bien la participación más activa de las EE en los mercados financieros ha favorecido su acceso a recursos financieros, que han contribuido a su evolución macroeconómica más favorable, también ha traído dos consecuencias negativas importantes: el incremento significativo del peso de flujos especulativos privados, no garantizados y de corto plazo, en los flujos de recursos financieros externos que entran a estas economías; y el crecimiento de la deuda interna y externa. Esta última sobre nuevas bases que hacen más difícil su manejo.

➤ Mercados de acciones

Los mercados emergentes de acciones también han ganado importancia creciente en los últimos años. En ello han influido varios factores, entre los que se destacan: los procesos de liberalización financiera que han tenido lugar en décadas anteriores, las transformaciones en los marcos institucionales y reglamentarios de estos mercados, así como el buen desenvolvimiento económico de estos países y el incremento de la inversión extranjera directa (IED)⁸⁸ en años más recientes, dado que esta última se lleva a cabo en muchos casos a través de compras de acciones.

No obstante, dentro de la inversión en cartera las entradas netas de recursos a través de títulos de deuda son más importantes que los recibidos por emisión de acciones. (Gráfico 9)

Gráfico 9
Flujos netos de inversión en cartera a EE
(miles de millones de dólares)



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos de IIF, tomado de (van Dijkhuizen & Neuteboom, 2018)

Aun así, la capitalización bursátil⁸⁹ de los mercados de valores de EE ha crecido de manera importante desde fines de los 80 hasta la actualidad (Gráfico 10), aunque todavía esos mercados no pueden compararse con el tamaño de sus economías (en términos de PIB), ni

⁸⁸ La IED es el principal flujo financiero que reciben las EE.

⁸⁹ Valor total de las acciones en circulación

con las bolsas de valores de las EA (en términos de volumen y valor de las transacciones, desarrollo tecnológico, infraestructura, entre otros indicadores).

Por ejemplo, en la actualidad las EE producen cerca del 40% del PIB global a tasas de cambio de mercado (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018), pero sólo poseen aproximadamente el 10% de la capitalización del mercado de acciones del mundo (S&P, 2018); mientras Estados Unidos genera el 25% del PIB mundial y acumula cerca del 45% de la capitalización de mercado global. (Dinero.com, 2017) O más elocuente aún, en 2018 el PIB de Estados Unidos fue de cerca de 20 billones de dólares, mientras la capitalización de la Bolsa de Nueva York fue de aproximadamente 23 billones de dólares. (Wells Fargo, 2018)

Gráfico 10
Capitalización del mercado de acciones de EE como parte de la capitalización global (%)



Fuente: MSCI, tomado de (Bekaert y Campbell, 2014)

A partir de la crisis financiera de 2007-2008, el desempeño de las bolsas de valores domésticas de EE ha sido favorable en términos generales, con una tendencia ascendente en los precios de las acciones, superior a las de las empresas de EA. No obstante, han presentado una alta volatilidad, dada por las expectativas de los inversionistas acerca de la situación económica internacional, de las tasas de interés y de cambio, y de los precios del petróleo y otros productos básicos (que pesa sobre todo en el valor de las acciones de compañías relacionadas con estas mercancías). Todo esto se aprecia en el comportamiento del índice MSCI de mercados emergentes⁹⁰ (Gráfico 11), que mide la rentabilidad de las acciones que se cotizan en sus bolsas.⁹¹

⁹⁰ El Índice MSCI (Morgan Stanley Capital International) de mercados emergentes comenzó a ofrecerse el 1ro de enero de 2001, comparable al MSCI global, ya que ambos son construidos sobre la base de los mismos métodos estadísticos y las mismas fórmulas. Es un índice de referencia que refleja la evolución del valor de 837 compañías que cotizan en las bolsas de 23 mercados emergentes. Por países, el mayor peso lo tiene China, no sólo porque están incluidas más empresas de ese país, sino porque estas contribuyen con una mayor capitalización de mercado. (MSCI Inc., 2016)

⁹¹ En realidad, como existen grandes diferencias entre los EE y las acciones de sus empresas, las instituciones encargadas de elaborar índices bursátiles ofrecen una amplia gama de ellos, que miden diferentes segmentos

Gráfico 11
Evolución reciente de los principales índices bursátiles del mundo



Notas: El MSCI se calcula en base a promedios simples de los índices de acciones de las EE en moneda local.

Fuente: BIS, 2018

En el Índice de EME se consideran los índices de acciones de EE excluyendo a China, los que se incluyen en el Shanghai Composite.

Fuente: BIS, 2019^b

La motivación de los inversionistas por acciones de compañías de EE es similar a la de su interés por los bonos, obtener altos rendimientos. No obstante, es menor el financiamiento que entra por esta vía, debido a que las acciones son más riesgosas y además, porque aun muchos países mantienen regulaciones que dificultan la compra de acciones de sus empresas a los inversionistas extranjeros. Lo anterior, unido a que no todas las empresas son igualmente atractivas, hace que exista una alta concentración de la negociación y de la capitalización en muy pocas empresas.

Sin embargo, una tendencia que se está afianzando en los últimos años y que corrobora la propensión de los inversionistas a la inversión de carácter especulativo, es que está proliferando la inversión en otros instrumentos como los fondos cotizados (ETF⁹²) más que en títulos específicos de EE, sobre todo en lugar de acciones.

Los fondos cotizados son fondos de inversión que se cotizan en mercados bursátiles electrónicos en tiempo real, con las mismas características que se aplican a cualquier otro valor cotizado. Estos se basan en índices bursátiles, por lo que su conformación es más diversa, permitiendo a los accionistas acceder a una amplia cartera de acciones, con lo que la inversión resulta menos riesgosa. Además, los ETF tienen a su favor otras características que los favorecen como son: la liquidez, transparencia, menores comisiones de gestión y una amplia variedad. (Rankia, 2007)

de los mercados emergentes. Entre las agencias calificadoras de riesgos más importantes se encuentra Standard & Poor's (S&P).

⁹²ETF: Exchange Trade Funds

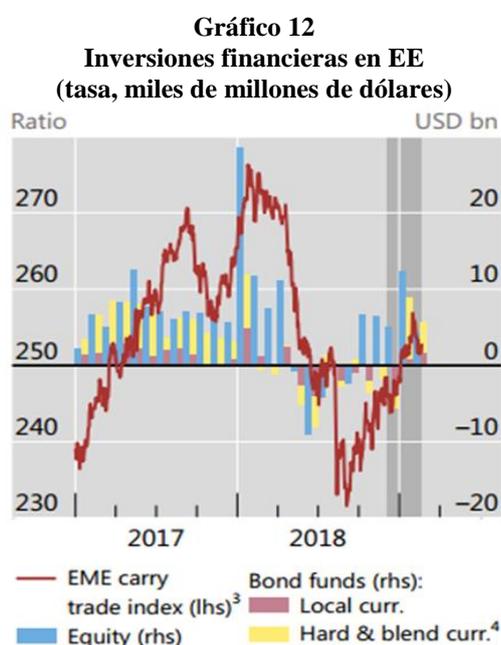
Otro rasgo de las emisiones de acciones emergentes es que las empresas más fuertes y de mejor desempeño, prefieren recurrir a mercados externos con mayor potencial de crédito, por lo que la mayoría de las emisiones tienen lugar en plazas internacionales. (Bekaert y Campbell, 2014)

Además, existen importantes diferencias entre regiones y países. Por ejemplo, la actividad de los mercados latinoamericanos ha crecido a un ritmo más lento que los asiáticos. Dentro de Asia, se destaca China, que sin poseer mercados de valores antes de comenzar su proceso de reforma económica, estos ocupan hoy puestos relevantes en el ámbito internacional.

➤ Mercados de divisas

La negociación de monedas de EE aumentó de manera considerable durante la pasada década, sobre todo después de la crisis, tanto en sus mercados domésticos como en mercados internacionales. En ello incidió el crecimiento de sus mercados de bonos en moneda local⁹³, pero además, sus monedas han sido más demandadas por los inversionistas porque de manera general, estas han ofrecido mayores retornos que las monedas de EA. Ello ha llevado a que las divisas se hayan dirigido más a fines puramente financieros, como el arbitraje y la especulación, que vinculadas a la “economía real” (transacciones comerciales y financieras), lo que ha incrementado la volatilidad de los mercados.

En el siguiente gráfico (12) se muestra la tendencia al incremento de las inversiones riesgosas en EE, sobre todo durante 2017, tanto en acciones, fondos de bonos en divisas y en moneda local, como en las propias monedas de EE con fines puramente financieros.



⁹³ Se constata que el volumen de contratación aumentó más en las monedas de los países cuyo mercado de bonos local ofrecía rentabilidades atractivas. (Rime y Schrimpf, 2013)

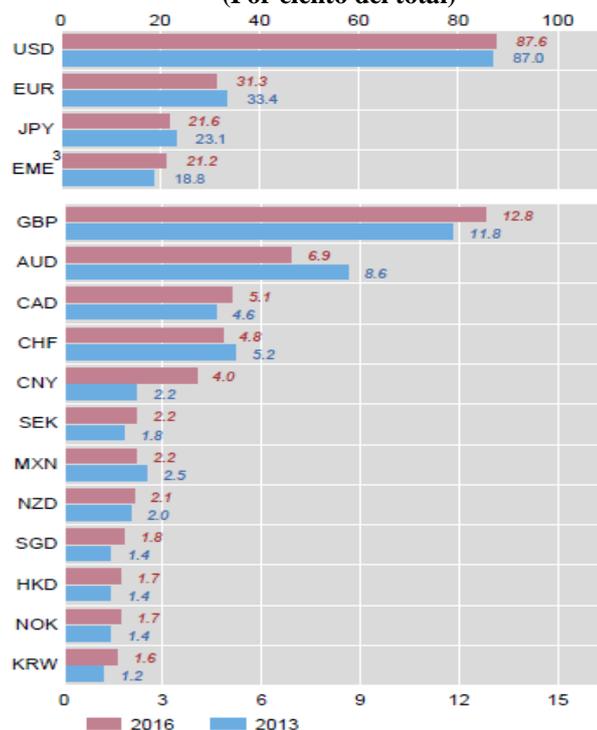
Notas:

- EME *carry trade index*: Índice de *carry trade*⁹⁴EE-8, mide los rendimientos totales acumulados de comprar y mantener una posición larga de *carry trade* en 8 monedas de EE⁹⁵ financiada con posiciones cortas en USD. En otras palabras, se refiere a los retornos acumulados por la obtención de financiamiento en las 8 monedas emergentes, el cual se invierte en la compra de dólares, apostando a que éste se va a apreciar (como está ocurriendo en la actualidad). Así, cuando se tenga que devolver el financiamiento en la moneda emergente, se entregará un monto menor al recibido originalmente.
- *Hard and blend currency*: Fondos que combinan bonos en moneda local y en monedas duras (divisas).

Fuente: BIS, 2019^b

El resultado de la mayor actividad con monedas emergentes se manifiesta en el incremento de la proporción que ocupan sus volúmenes negociados en el total de contratación internacional. De 12% en 2007 (Ehlers y Packer, 2013), pasó a 19% en 2013, y a 21% en 2016 (BIS, 2016^a). Entre las más negociadas se ubica el yuan de China, que se ha convertido en la más activa entre las emergentes, pasando a ocupar el octavo lugar mundial. (Gráfico 13)

Gráfico 13
Transacciones diarias promedio en el mercado de Divisas por monedas
(Por ciento del total)



Nota:

Monedas de más interés:

⁹⁴ Operación especulativa que consiste en financiarse en una divisa e invertir ese dinero en otra, que se espera se aprecie respecto a la primera.

⁹⁵ De Brasil, India, Indonesia, México, Hungría, Polonia, Turquía y Sudáfrica.

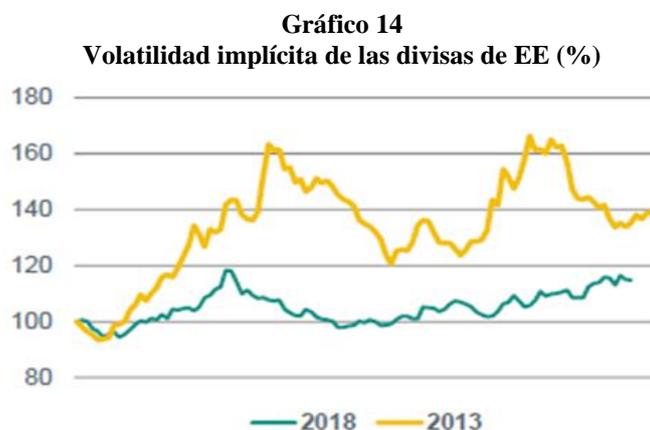
USD-dólar de EEUU, EUR-euro, JPY-yen, EME-monedas de EE, GBP-libra esterlina, AUD-dólar de Australia, CAD-dólar canadiense, CHF- franco suizo, CNY-yuan, SEK-corona sueca, MXN-peso mexicano.

Fuente: BIS, 2016^a

Una parte significativa de la negociación de las monedas emergentes se realiza en los mercados de divisas “*off shore*” o fuera de fronteras, por lo que se dice que las mismas se han vuelto más internacionales. Resulta curioso que la negociación de monedas de EE en sus áreas geográficas más próximas aún es limitada. Las monedas asiáticas son las más negociadas regionalmente, pues más de ¼ (26%) de las negociaciones ocurren fuera de sus países pero dentro de la región. Sin embargo, la mayor parte de las transacciones tiene lugar fuera de Asia: 19% en el Reino Unido y 8% en Estados Unidos. (Ehlers y Packer, 2013).

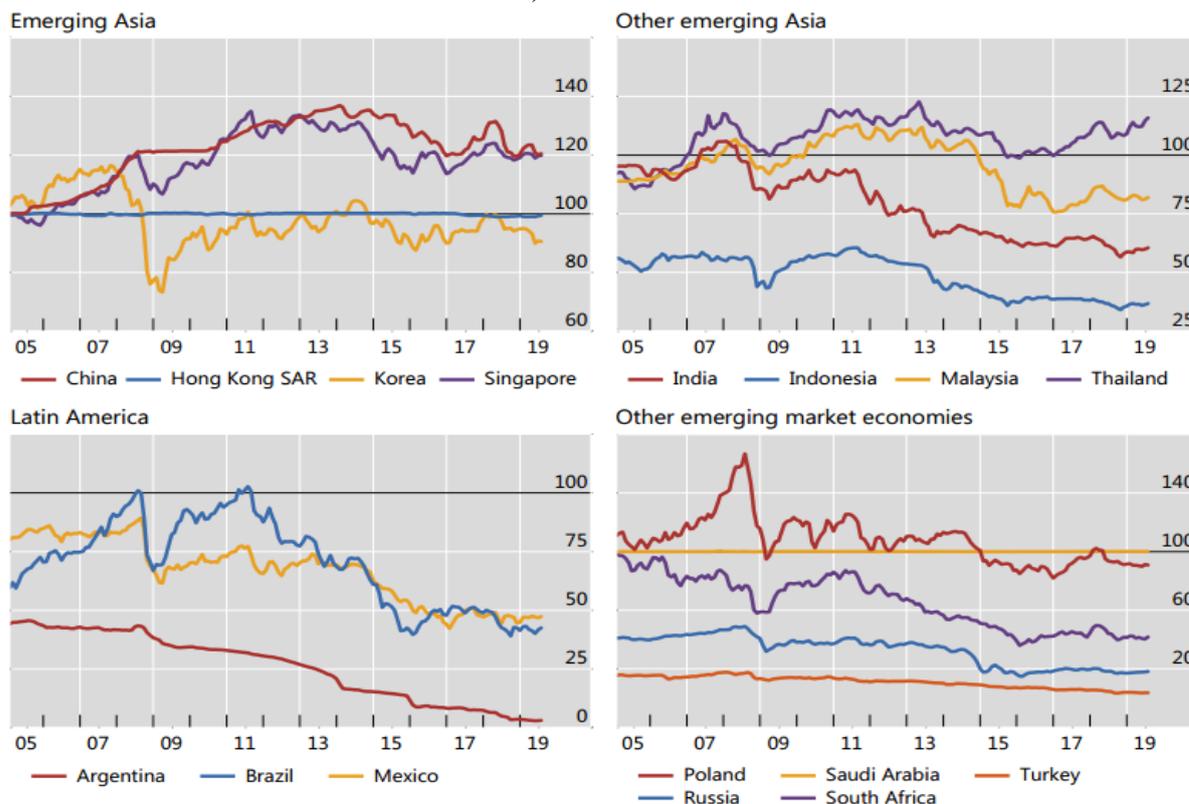
Son varios los factores que inciden en la evolución de la negociación de divisas. La correspondiente a las de EE está sufriendo en la actualidad los efectos de las políticas comerciales de Estados Unidos, el aumento de las tasas de interés en ese país y los conflictos políticos internacionales, todo lo cual influye en los tipos de cambio.

Si bien la volatilidad de los tipos de cambio de las monedas emergentes se ha reducido en los últimos años, manteniéndose relativamente moderada en los últimos años (Gráfico 14), lo que pudiera implicar mayor confianza para los inversionistas; por otra parte, la tendencia a la depreciación de estas monedas, particularmente frente al dólar (su principal par) (Gráfico 15), impulsa a los inversionistas a retirar su dinero de estas economías, por lo que pudieran verse afectadas en 2019.



Fuente: Bloomberg, Tomado de (van Dijkhuizen y Neuteboom, 2018)

Gráfico 15
Tasa de cambio del dólar frente a principales monedas de EE
Indices, 1995-2005=100



Nota: Los decrecimientos indican depreciación en términos reales de la moneda local frente al dólar
 Fuente: BIS, 2019^a

En síntesis, a partir de lo expuesto hasta el momento, puede concluirse que si bien el desempeño reciente de las EE y el desarrollo relativo alcanzado por sus mercados financieros, unido al comportamiento de la economía internacional, han favorecido la entrada de recursos financieros hacia estas economías, también ha posibilitado la entrada de inversiones de cortoplazo, de carácter especulativo que incrementan la fragilidad de las mismas, pues ante la ocurrencia de un evento negativo en ellas o el cambio en las condiciones externas (como variaciones en las tasas de interés en Estados Unidos), o incluso sucesos de tipo político, pueden provocar la retirada de los inversionistas.

➤ **Mercados de derivados financieros**

El volumen y variedad de instrumentos derivados que están siendo negociados en la actualidad en EE o por agentes económicos de esos países en mercados internacionales, tanto en bolsas como en mercados OTC⁹⁶, se ha venido expandiendo a lo largo de los años 2000. No obstante, este mercado es aún limitado en cuanto a liquidez, número y complejidad de instrumentos en comparación con los de EA.

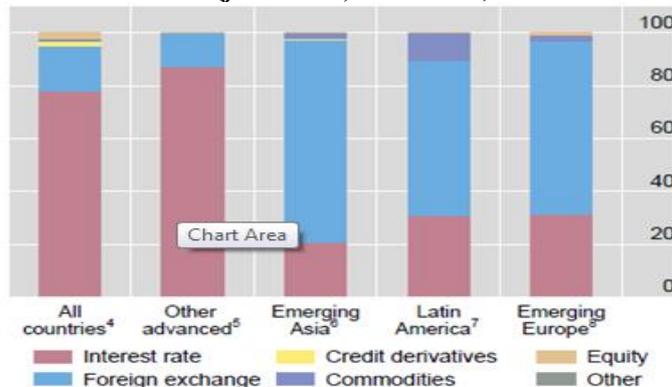
⁹⁶ Siglas en inglés de mercados *over the counter*, para referirse a mercados extrabursátiles o fuera de bolsas.

Por ejemplo, según cifras del Banco de Pagos Internacionales, del total de 544 billones de dólares en montos nominales pendientes⁹⁷ negociados en mercados OTC a fines de junio de 2016, el 94% correspondió a las 13 principales EA⁹⁸ que reportan a esa institución, y el 6% restante a las 33 que incluyen otros 7 países avanzados y 26 EE⁹⁹. (BIS, 2016^b)

Por categoría de riesgos, los derivados más negociados en las EE o por estas en mercados externos son los relacionados con sus monedas. En primer lugar, a diferencia de lo que ocurre en las EA que son los derivados sobre tasas de interés, en las EE los más negociados son sobre divisas (que acumulan entre el 75 – 90% del total de las posiciones nominales abiertas), respondiendo a la relevancia que adquiere el riesgo de tasas de cambio acorde al incremento del comercio y las inversiones en bonos en moneda local, pero sobre todo por la rentabilidad que ofrecen las inversiones en monedas domésticas como activos financieros, como se explicó en el acápite anterior. El segundo lugar lo ocupan los derivados sobre tasas de interés, reflejando la menor profundidad y liquidez de sus mercados monetarios y de bonos respecto a los de divisas.

Les siguen, con un amplio margen, los contratos sobre productos básicos y acciones, en ese orden. (Gráfico 16) El relativamente mayor uso de los derivados sobre productos básicos, se debe en gran medida a su empleo como productos de inversión por parte de inversionistas institucionales, más que para la cobertura.

Gráfico 16
Composición por categoría de riesgo. OTC. VBM
(junio 2016, % del total)



Fuente: Uppier y Valli, 2016

En la etapa de auge de los precios de los productos básicos (desde principios de los años 2000 hasta 2011 aproximadamente), a la que se unió un largo período de baja rentabilidad

⁹⁷ Número de contratos abiertos al final del período del reporte, multiplicados por el valor facial de los contratos de derivados convertidos a dólares.

⁹⁸ Las 13 economías más avanzadas son: Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza.

⁹⁹ Resto de las avanzadas: Austria, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Irlanda, Noruega, Portugal; Emergentes: Arabia Saudita, Argentina, Bahrein, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Letonia, México, Malasia, Perú, Polonia, Rep.Corea, Rumanía, Rusia, Singapur, Tailandia, Taiwán, Turquía, Sudáfrica.

de otras inversiones en los años posteriores a la crisis, los inversionistas financieros encontraron en los derivados sobre estos productos un buen destino para colocar sus fondos de manera rentable¹⁰⁰.

Otra característica de los derivados de EE es que los contratos que se negocian son menos complejos. Por ejemplo, los más sofisticados como los swaps de divisas de diferentes monedas, opciones sobre divisas, swaps de tasas de interés y opciones sobre tasas de interés, tienen una menor participación en el total negociado respecto a los mercados más desarrollados.

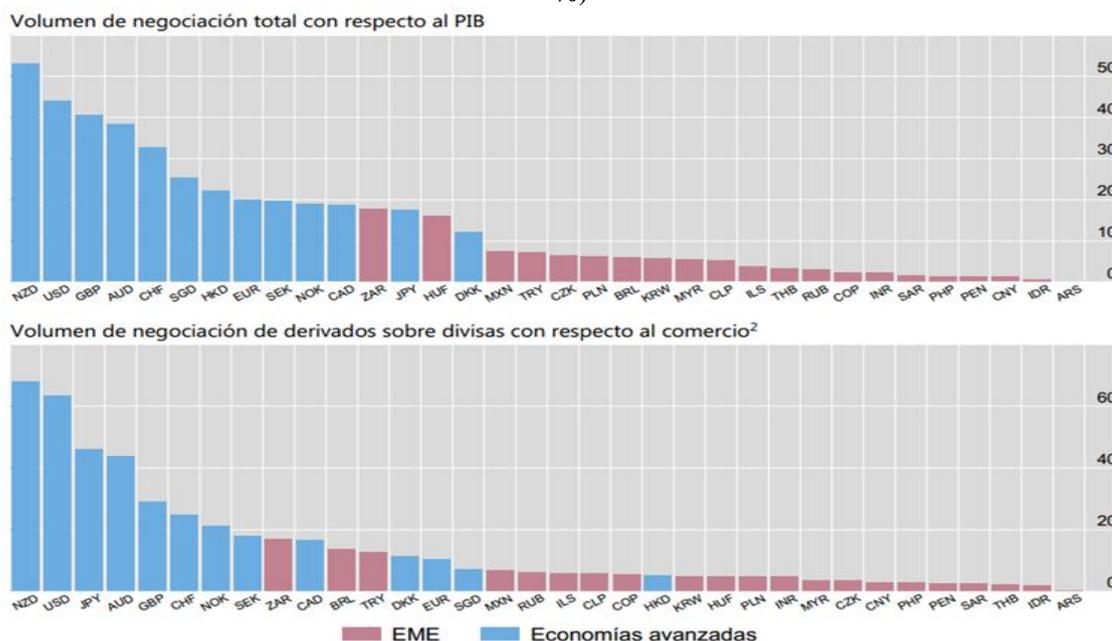
Por otra parte, los mayores volúmenes de derivados se negocian en mercados extrabursátiles, en proporciones más significativas que en el caso de EA, por el menor desarrollo de sus bolsas de valores. Los mercados OTC más importantes son los de Hong Kong y Singapur. Brasil es uno de los países donde las transacciones con derivados en bolsas tienen una importancia relativa significativa.

En términos de contrapartes y monedas, la negociación de derivados en EE se asemeja más a la de países desarrollados. Se ha producido un incremento de la negociación por parte de instituciones financieras como fondos de pensión y de cobertura (*hedge funds*)¹⁰¹; y por monedas, prevalece el dólar (en más del 95% de las operaciones), aunque ha crecido la negociación de contratos denominados en monedas domésticas (Upper y Valli, 2016), pero estos tienen muy poco peso si se compara con lo que representan los valores de los contratos en moneda local de EA respecto al PIB y al comercio (Gráfico 17).

¹⁰⁰ Diversos estudios evidencian que los rendimientos de las inversiones en derivados sobre productos básicos fueron al menos equiparables a los de las acciones y siempre mayores que la de los bonos, aproximadamente desde mediados de 1959 hasta finales de 2004 (Gorton y Rouwenhorst, 2004), tendencia que se mantuvo básicamente hasta 2008, y se ha mantenido con alzas y bajas después de la crisis.

¹⁰¹ En años anteriores las principales entidades que negociaban en mercados de derivados eran los bancos.

Gráfico 17
Valor total de derivados de EE en moneda local respecto al PIB y al comercio (exportaciones más importaciones) (negociación diaria promedio en abril 2016, %)



- Notas:
- Incluye derivados negociados en bolsas y mercados OTC.
 - Las estadísticas de comercio incluyen exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Upper y Valli, 2016

En general, como consecuencia del crecimiento de las negociaciones con derivados de carácter internacional que se realizan en los mercados domésticos emergentes y de las transacciones de estos países en los mercados externos, puede decirse que la actividad con derivados de EE se está volviendo más global. En particular, se ha producido una expansión del alcance mundial de los centros financieros emergentes de Asia, en especial Hong Kong y Singapur. Se destacan además los mercados de derivados de la República de Corea y Brasil en términos de tamaño y madurez.

LAS EE COMO PROVEEDORAS DE CAPITAL

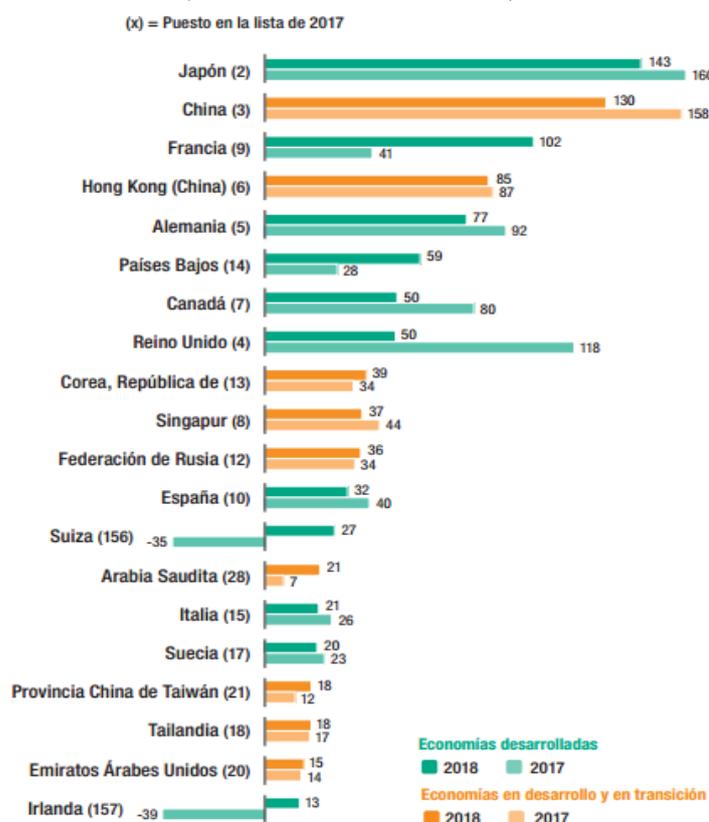
Como parte de las transformaciones que han tenido lugar en las EE, estas no sólo han incrementado su peso en los MFI como prestatarias, sino que han comenzado a desempeñar en los últimos años un significativo papel como prestamistas e inversionistas en el mundo, en particular en países subdesarrollados, pero también en desarrollados.

Se destaca en especial la expansión de su presencia global como inversionistas directos en el exterior, flujo al que se hace referencia por la importancia que tiene en estos momentos para las EE, tanto como proveedoras como por receptoras, a pesar de que por sus características no se incluye como parte de los mercados financieros, excepto cuando la inversión ocurre a través de la compra-venta de acciones en estos mercados. Desde los 90 las corporaciones multinacionales de EE, comenzaron a invertir en sectores relacionados

con los recursos naturales, en particular energía, y también en las finanzas. (Sakr y Jordaan, 2016)

De esta forma, varias EE se ubicaron entre las 20 principales inversionistas del mundo, destacándose China en el segundo puesto, detrás de Japón, en 2018. (Gráfico18) Sus flujos no solo se dirigen a economías subdesarrolladas, sino que en estos momentos el país se ha convertido en un importante inversor en economías desarrolladas, principalmente a través de fusiones y adquisiciones transfronterizas. (Morrison, 2015)

Gráfico 18
Los 20 principales inversionistas, 2017-18
(miles de millones de dólares)



Fuente: UNCTAD, 2019

La participación de las EE como proveedoras de capitales al mundo a través de los mercados de capitales también ha crecido en los últimos años, aunque la información al respecto es escasa. Algunas han comenzado a desempeñar un papel importante como financieristas del mundo desarrollado a través de inversiones en cartera. En ese aspecto se destaca igualmente China, que es el principal poseedor de bonos del Tesoro de Estados Unidos, así como un importante comprador de otros títulos públicos y privados de agencias del gobierno y corporaciones de ese país; y también de deuda pública europea.

Asimismo, las EE se han convertido en una sustancial fuente de préstamos bancarios para el mundo subdesarrollado, en especial para las propias EE, y en menor medida para las EA. A lo largo del último decenio (a partir de 2008), la actividad transfronteriza de las

entidades bancarias de EE, fundamentalmente en otras emergentes, ha crecido a un ritmo más rápido que la de los bancos de EA. A fines de junio de 2018 casi el 40% (USD 1,442 miles de millones) de todos los activos bancarios transfronterizos de EE eran préstamos a EE. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

El incremento de la actividad internacional de los bancos de EE se ha debido en gran medida al aumento de las interrelaciones entre estas economías¹⁰², de modo que en la mayoría de ellas el endeudamiento con otras emergentes representa más de la mitad del endeudamiento externo. Los bancos canalizan los préstamos hacia otras EE a través de sus redes de filiales radicadas en el extranjero¹⁰³, patrón de intermediación que difiere del de los bancos de EA, que proveen el financiamiento a través de sus oficinas centrales (casas matrices).

Desde el punto de vista de la residencia de estos bancos, los establecidos en EE acumulaban cerca del 8% del crédito global transfronterizo a mediados de 2018 frente a 1.5% a mediados de 2008. Sin embargo, considerando el papel de la red de filiales de estos bancos localizados fuera de sus países (tanto en EA como en Centros Financieros *Offshore* (CFO)), estos bancos fueron responsables de más del 12% del crédito bancario transfronterizo a mediados de 2018 respecto a cerca del 3% a mediados de 2008¹⁰⁴. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

En el mercado bancario transfronterizo, las EE con sistemas bancarios más desarrollados suelen ser receptoras netas de fondos, mientras que las de sistemas menos desarrollados suelen ser proveedoras netas. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

Del total de bancos que otorgan créditos a EE, los bancos chinos aportaron a fines de 2018 el 64% de todos los préstamos inter-EE. Ello se explica por la actividad global de las corporaciones chinas y los grandes proyectos de infraestructura que financian estos bancos en el contexto de la “Iniciativa del Cinturón y la Ruta de la Seda”. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

La importancia de los préstamos de bancos de EE varía de una región a otra. Por ejemplo, los bancos de EE son los mayores proveedores de créditos a prestatarios no bancarios de Asia emergente y África (más del 50% de sus créditos externos a mediados de 2018), mientras que en Europa y América Latina su papel es menos importante (en Europa más de la mitad de los países reciben el 13% de sus préstamos de estas fuentes y en América Latina el 15%). (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

En resumen, el aumento de la presencia de las EE en las finanzas internacionales como proveedoras de recursos financieros tiene su base en el buen desenvolvimiento económico

¹⁰² La mayor interdependencia entre EE está presente en Asia, África y Medio Oriente.

¹⁰³ Cerca de 2/3 del crédito a otras EE se canaliza a través de filiales localizadas en EA y CFO. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

¹⁰⁴ Según la residencia de los bancos de EE, estos prestan el 3% del total de sus créditos externos a EA; 2.5% a CFO y 2.2% a otras EE; mientras que según la nacionalidad de los bancos, ofrecen el 4% de sus créditos a EA; 3.2% a CFO y 5.1% a otras EE. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

mostrado en las últimas décadas, sobre todo a partir de la crisis de 2008; sin embargo, aun no se corresponde con su peso en la economía mundial, representando una pequeña fracción de la actividad financiera global.

CONSIDERACIONES FINALES

La integración de las EE a la economía mundial y al sistema financiero internacional es en la actualidad mucho mayor que en el pasado. Por lo tanto, no solo lo que ocurre en el mundo y en los mercados financieros internacionales incide en ellas, sino que cada vez más los eventos que tienen lugar en las EE tienen una mayor repercusión externa.

Esa integración se manifiesta, básicamente, en una mejor posición de las EE en los mercados financieros internacionales como prestatarias, y en los últimos años, también como prestamistas.

Además, las EE han mostrado avances significativos en el desarrollo de sus mercados financieros domésticos, lo que ha hecho a varias de estas economías menos dependientes de financiamiento externo. Ese nuevo papel ha estado determinado, por una parte, por los éxitos económicos alcanzados, y por otra, por las reformas realizadas en sus mercados financieros, básicamente referidas a su liberalización, así como a la innovación y aplicación de los avances tecnológicos en las finanzas.

Sin embargo, a pesar de los avances logrados, los sistemas financieros de estas economías, de manera general continúan siendo relativamente subdesarrollados en comparación con los de países industrializados, y su creciente participación en los mercados financieros internacionales, tampoco alcanza a desplazar a las EA. Por ello, aunque la influencia en las finanzas internacionales de lo que ocurra en las EE ha crecido, su impacto no debe sobredimensionarse.

La mayor participación de las EE en los mercados financieros internacionales como oferentes de recursos financieros ha beneficiado de manera particular a los países subdesarrollados, que pueden optar ahora por otras fuentes no tradicionales.

Por otra parte, la liberalización financiera ocurrida en los mercados emergentes y su mayor integración a los mercados internacionales, facilitado por el proceso de globalización, también ha implicado peligros y desafíos para estos países. Los principales retos que enfrentan las EE en el ámbito financiero son: el crecimiento de su deuda interna y externa; el incremento en la entrada de flujos especulativos que pone de manifiesto la fragilidad de las economías más dependientes de inversores que tienden a retirar su dinero de manera inmediata ante cualquier evento negativo que se produzca en ellas o positivo en otras; y el menor desarrollo de sus mercados accionarios y de divisas los hace más vulnerables a los choques externos.

En cuanto a las perspectivas de participación de las EE en los MFI, se prevé que se mantendrá la inestabilidad en los flujos de entrada y salida de recursos financieros, alternando períodos más o menos favorables, dada la incertidumbre que caracteriza al

entorno internacional. El desempeño de las EE no depende solo de sus políticas económicas internas, sino también de factores externos, como los precios de los productos básicos y la política monetaria de Estados Unidos. En el corto plazo, si se mantiene la recuperación en Estados Unidos, el aumento de las tasas de interés y el fortalecimiento del dólar, los inversionistas estarán más estimulados a invertir en ese país, además de que los dos últimos elementos implicarán un incremento en el costo de la deuda externa de los emergentes. Es de considerar además, que en los últimos tiempos han aumentado los riesgos políticos y geopolíticos vinculados con varias de las EE, lo que influye también en las decisiones de los inversionistas.

Sin embargo, en algunas EE el crecimiento se mantiene fuerte en comparación con las EA, aunque haya decrecido respecto a años anteriores. Algunas de estas economías se están transformando de economías de bajos costos, con industrias intensivas en fuerza de trabajo, en economías de tecnologías avanzadas, con gran desarrollo del sector de servicios e industrias dirigidas al consumo. En consonancia, continúan modernizando, perfeccionando y haciendo más fuertes sus sistemas financieros, por lo que para el largo plazo podrían tener un papel más importante en las finanzas internacionales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bekaert, G. y Campbell, R.H. (2014). *Emerging Equity Markets in a Globalizing World*. Netspar (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement) Discussion Papers, DP05/2014-024. <http://ssrn.com/abstract=2344817>
- _____ (2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *The journal of finance*, VOL. LV, No. 2, April.
- BIS (Bank for International Settlements) (2019^a). *Quarterly Review*, September, Basilea, <http://www.bis.org>
- _____ (2019^b). *Quarterly Review*, March.
- _____ (2018). *Quarterly Review*, December.
- _____ (2017). *Quarterly Review*, December.
- _____ (2016^a). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016*, September.
- _____ (2016^b). *Quarterly Review*, December.
- _____ (2015). *85° Annual Report*, June.
- Carta Financiera (2017). *Los 10 bancos centrales con más reservas del mundo*, www.cartafinanciera.com/tendencia.../los-10-bancos-centrales-con-mas-reservas-del-mundo.
- Cerutti, E., Koch, C., Pradhan, S.K. (2018). The growing footprint of EME banks in the international banking system, *BIS Quarterly Review*, December, <http://www.bis.org>
- Dinero.com (2017). Estados Unidos se mantiene como la mayor economía del mundo, *Revista Dinero*, <https://www.dinero.com/edicion-impresa/242954>

- Ehlers, T. y Packer, F. (2013). FX and derivatives markets in emerging economies and the internationalization of their currencies, *BIS Quarterly Review*, December 8, <http://www.bis.org>
- FMI (2015). *Global Financial Stability Report*, October, Washington D.C., www.imf.org
- FTSE (2009). *Country classification*, Sept. <http://www.ftse.com>
- Gorton, G. and Rouwenhorst, K.G., (2004). Facts and fantasies about commodity futures, *NBER Working Paper* No. 10595, June.
- Hardy, B. (2019). Emerging markets' reliance on foreign bank credit, *BIS Quarterly Review*, March, <http://www.bis.org>
- Molina, E. y Regalado, E. (2016). Finanzas internas de China: situación actual y perspectivas, *Revista Cubana de Economía Internacional*, CIEI, No.1, Feb 2016, ISSN 2408-9893, <http://www.rcei.uh.cu/index.php/rcei>
- Morrison, W. (2015). *China-U.S. Trade Issues*, Congressional Research Service, December 15, RL33536, www.crs.gov
- MSCI Inc. (2016). *The MSCI Emerging Markets Index*, https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-emerging-markets-index-usd-net.pdf
- Rankia (2007). ETF: una nueva forma de invertir en bolsa, Nov 11. <https://www.rankia.com/blog/etf/210239-etf-nueva-forma-invertir-bolsa>
- Rime, D. y Schrimpf, A. (2013). Anatomía del mercado mundial de divisas, *BIS Quarterly Review*, December, <http://www.bis.org>
- Sakr, M. y Jordaan, A. (2016). Emerging multinational corporations: a prominent player in the global economy, Economic Research Southern Africa (ERSA), Working Paper 590, Marzo 24
- S&P (2018). *Emerging Markets: Consider at Least a 10% Allocation*, <https://global.spdrs.com/.../emerging-markets-consider-at-least-a-10-percent-allocation.html>
- TIAA Global Asset Management (2016). *Investing in EM local currency debt markets*, March, NY
- Tyson, L. (2015). *El futuro de los mercados emergentes*, World Economic Forum, Julio 7, <https://agenda.weforum.org/espanol/2015/07/07/el-futuro-de-los-mercados-emergentes/>
- UU.NN. (2017). Emerging Economies and the Monetary Tightening Path in the United States. *Development Issues* No. 12, July 25. (UN Development Strategy and Policy Analysis Unit Development Policy and Analysis Division, Department of Economic and Social Affairs)
- UNCTAD (2019). *World Investment Report*, New York and Geneva.
- Upper, C. y Valli, M. (2016). Emerging derivatives markets?, *BIS Quarterly Review*, December, <http://www.bis.org>
- van Dijkhuizen, A., y Neuteboom, N. (2018). EM capital flows: Singling out the weakest links, *Emerging Markets Watch*, ABN-AMRO, May 29. <https://insights.abnamro.nl/en/2018/05/emerging-markets-watch-em-capital-flows-singling-out-the-weakest-links/>

- Wells Fargo (2018). *US Economic Forecast 2019*, <http://www.wellsfargo.com/economics>

SEGUNDA SECCIÓN

TEMAS RELEVANTES DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA

CAPÍTULO V

EL PAPEL DEL G-20 EN LA RECONFIGURACIÓN DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Dra. Marlén Sánchez Gutiérrez

Centro de Investigaciones de la Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y la crisis desatada a partir de la misma puso de manifiesto, una vez más, la fragilidad de los mecanismos de regulación y supervisión y la incapacidad de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) para responder a la concentración de riesgos resultante de la desregulación, integración e innovación financiera. Ante el inminente colapso del Sistema Financiero Internacional en aquel entonces, hubo intentos desesperados por “reeditar Bretton Woods” para reconfigurar la arquitectura global en función del nuevo contexto económico y financiero.

Sin embargo, la búsqueda de acciones coordinadas para salir de la crisis tuvo lugar en el marco del Grupo de los 20 (**G-20**) -también la reconfiguración de la AFI- pese a las tentativas iniciales de apostar por el multilateralismo y desplazar la discusión hacia un foro más inclusivo: las Naciones Unidas. Lo cierto es que con el relanzamiento del G-20 se agudizó la crisis el multilateralismo y 11 años después el multilateralismo sigue en crisis.

A partir del 2008 el G-20 adquirió protagonismo internacional y comenzaron a crearse un conjunto de mitos alrededor del mismo. La manera en que se acentuó el nuevo liderazgo del Grupo llevó a pensar que el G-20 había surgido con la crisis como un foro de discusión para abordar los problemas del ‘desorden’ económico internacional exacerbados por ésta.

El trabajo pretende, desde la perspectiva de la reforma de la arquitectura financiera internacional, contrastar algunos de los mitos sobre el G-20 con realidades que resultan incuestionables. De modo que, en un primer momento, se aportarán algunos antecedentes necesarios para dismantelar el primer mito de que el G-20 nace con la crisis y para sintetizar los elementos claves de la agenda inicial para la reforma de la arquitectura financiera internacional. Luego, se realizará una cronología de las Cumbres que han tenido lugar desde el 2008 destacando la contribución y aporte de cada una de ellas a la evolución de la agenda para la reforma. Por último, se sintetizarán algunas ideas claves sobre la reconfiguración de la arquitectura financiera internacional desde una perspectiva crítica para contribuir al debate en curso.

UNA MIRADA A VIEJOS TEMAS Y A VIEJAS DISCUSIONES

La inestabilidad financiera y secuencia de crisis que caracterizó la década del 90 puso de manifiesto la miopía de las Instituciones de Bretton Woods (IBW) en el manejo y prevención de la crisis. Sin embargo, la necesidad de dichas instituciones de mantener su liderazgo, las compulsó a formular una lógica de reforma del sistema financiero

internacional en 1998, que se acuñó como Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI).

La NAFI contó desde sus inicios con una *agenda* y con un *foro de discusión* sistemático (G-20) para atender y monitorear las cuestiones asociadas a la implementación de la reforma.

Sobre la agenda para la reforma...

Los elementos centrales de la agenda propuesta en 1998 eran los siguientes: *transparencia en materia de información; fortalecimiento y liberalización del sistema bancario y financiero; participación del sector privado en el manejo y prevención de las crisis; modernización de los mercados internacionales mediante la adopción de buenas prácticas; la reforma de las instituciones internacionales y; la adopción de políticas sociales y ayuda para los países pobres más vulnerables.* (FMI, 1999)

El tema fue ampliamente debatido, pero por corto tiempo ya que en la medida que se generalizaba la impresión de que las crisis que sucedieron a las del sudeste asiático lograban superarse más rápidamente, la discusión se postergaba y se diluía en la agenda internacional.

No es hasta que comienza el proceso de Financiación al Desarrollo en el seno de las Naciones Unidas (2000) que regresa el debate y se incorporan dos elementos a la agenda: la necesidad de una mayor utilización de las *Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)*¹⁰⁵ y de diseñar un nuevo *Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS)*¹⁰⁶. Esta nueva discusión no duró más de tres años y luego vuelve a disiparse el tema hasta fines del 2006 en que el Fondo Monetario Internacional (FMI) propone una Estrategia de Reforma a mediano plazo centrada en el fortalecimiento de su actividad básica en términos de supervisión y vigilancia; y en la consolidación de su gestión de gobierno.

El Grupo del Banco Mundial, por su parte, también propuso una Estrategia de Reforma a largo plazo en el 2007, que consideraba la *democratización de su estructura de gobierno, una mayor representatividad de los países de bajos ingresos en la misma, la modernización de sus servicios financieros, el aumento de la base de capital y una mayor transparencia en materia de información.* (Banco Mundial, 2009)

¹⁰⁵ Las CAC se aplican a las emisiones de bonos individualmente consideradas. Su efecto es permitir a una determinada supermayoría de tenedores de bonos pertenecientes a una emisión concreta (75% en vez del 100%, por ejemplo), acordar una reestructuración que obligue a todos los tenedores de esa emisión. (Sánchez, 2004)

¹⁰⁶ Si bien constituye un complemento de las CAC, es de mayor alcance, ya que al ser activado el mecanismo le permitiría a acreedores y deudores negociar una reestructuración mediante una agregación de los distintos tipos de bonos (a efectos de la votación) y, concertar un acuerdo que tendrá carácter vinculante para todos los títulos por decisión de determinada supermayoría. A diferencia de las CAC, que se aplican sólo a las emisiones de bonos individualmente consideradas, o sea a los títulos correspondientes a una misma emisión, el MRDS puede aplicarse a todos los créditos existentes y, por tanto, le permitiría al deudor y a sus acreedores actuar como si la totalidad de esa deuda se rigiera por una cláusula única de acción colectiva. (Sánchez, 2004)

Sin embargo, ambas estrategias de reforma quedaron en el plano de las intenciones y el debate sobre la reconfiguración de la AFI vuelve a diluirse hasta 2008 que se reactiva compulsada por el contexto de crisis global. La gestación de la crisis en mercados maduros y su carácter global obligó a buscar acciones coordinadas en el ámbito internacional reafirmando dos espacios para discutir los mecanismos de salida de la crisis: el G-20 y las Naciones Unidas¹⁰⁷.

En general, ambos foros abogaban por la necesidad de renovar el multilateralismo, por la reactivación de la confianza en el sector financiero, los préstamos, los mercados internacionales; la restauración del crecimiento y el empleo; el suministro de apoyo adicional; la promoción del comercio global, la inversión; el freno al proteccionismo y; **la reforma de la arquitectura financiera internacional y del sistema económico**, incluido los esfuerzos regionales en esta materia.

Sin embargo, las diferencias estaban en la concepción y alcance de dichas acciones. En las recomendaciones de ONU se apreciaba la consideración simultánea de preocupaciones inmediatas y de reformas estructurales, un enfoque más sistémico en el manejo del tema y también más inclusivo.

Respecto a la **reforma de la AFI** en particular, la propuesta del G-20 descansaba sobre principios básicos muy similares a la agenda tradicional y sustentados en la *transparencia en materia de información, la regulación y supervisión, la integridad de los mercados financieros, la cooperación internacional y la reforma de las IBW*.

En cambio, la agenda de reforma propuesta por la Comisión Stiglitz, era mucho más sistémica y exhaustiva. La misma incluía un nuevo sistema de reserva global sobre la base del Derecho Especial de Giro (DEG); la revisión de la estructura de gobierno de las instituciones financieras internacionales; la creación de un Consejo Económico de Coordinación Global; la reforma de las políticas de los Bancos Centrales para promover el desarrollo; la ampliación de la supervisión y la regulación de los derivados y de las Agencias Clasificadoras del Crédito; el apoyo a las innovaciones financieras y el fortalecimiento a la mitigación del riesgo; el diseño de mecanismos para el manejo de la reestructuración de la deuda soberana y las disputas de las inversiones transfronterizas; la culminación de la ronda comercial de Doha y; el fomento de la estabilidad y sostenibilidad de la financiación para el desarrollo. (UNO, 2009)

A pesar de la agenda limitada del G-20 y de las contradicciones que prevalecieron hacia el interior del mismo, donde hasta los temas pequeños resultaron polémicos, es en este foro donde se ha venido gestando la reconfiguración de la AFI. Los empeños por lograr que el

¹⁰⁷ En el contexto de la Cumbre de Doha sobre Financiación al Desarrollo de 2008 el entonces presidente de la Asamblea General lanzó la idea de celebrar una Cumbre de líderes mundiales para analizar el tema de la crisis financiera y económica global y sus impactos sobre el desarrollo en la sede de las Naciones Unidas en Nueva York para junio del 2009. Como parte del proceso preparatorio para esta reunión, se creó una Comisión de Expertos, presidida por el premio nobel Stiglitz, para atender los problemas relacionados con la reforma del sistema financiero internacional y que en muy corto tiempo ofreció un conjunto de recomendaciones de corto plazo, así como una agenda muy concreta para la reforma sistémica.

sistema de las Naciones Unidas asumiera una función rectora en el manejo internacional de la crisis y en el rediseño de la arquitectura monetaria y financiera internacional, fueron claramente insuficientes desde el punto de vista de la Asamblea General y de su capacidad de liderazgo. Los escasos debates que a ese nivel se tuvieron, si bien fueron más inclusivos, evidenciaron el peso que tienen y seguirán teniendo las posiciones y decisiones del G-20 en este ámbito.

Es cierto que inicialmente se apreciaban visibles diferencias y semejanzas en las acciones que en cada uno de los foros se venían desarrollando para salir de la crisis. Sin embargo, muy pronto dichas acciones empezaron a converger y en la práctica lo que sucedió es que los Estados miembros del G-20 legitimaron sus posiciones a través de las propuestas recomendadas por la Comisión Stiltz y las Naciones Unidas se encargaron de universalizar los resultados de las Cumbres del G-20.

Sin dudas, la Reunión de Alto Nivel sobre Crisis que se celebró en junio del 2009 en el seno de las Naciones Unidas generó mucha expectativa, pero en la práctica no logró ir más allá de la Cumbre del G-20 de Londres que efectuada un mes antes. Además, su seguimiento se redujo a los mandatos establecidos por la Asamblea General para el proceso de seguimiento e implementación del Consenso de Monterrey y la Declaración de Doha sobre Financiación al Desarrollo.

En síntesis, hasta el 2008, el G-20 no jugó un protagonismo visible en el monitoreo de la reforma del Sistema Monetario Internacional (SMI), el debate siguió siendo privilegio del G-8, la vieja discusión entre el norte y el sur. Por otro lado, en la agenda para la reforma, más que progreso se evidenció un reacomodo de las IBW en un contexto de crisis de liquidez, de prestigio, credibilidad y legitimidad. De modo que dichas instituciones colocan en su agenda viejos temas y viejas demandas de las economías del sur, que, de manera muy funcional a sus intereses comienzan a formar parte de nuevas discusiones. Es como si una vez más les robaran el lenguaje a las Organizaciones No Gubernamentales (ONGs) y países subdesarrollados para adaptarlo a su más absoluta conveniencia en un contexto de crisis global donde se hacía necesario contar con un verdadero prestamista de última instancia.

Sobre el G-20...

Son varios los mitos que se formaron sobre el G-20 durante la primera década de crisis. El ex presidente del Banco Mundial Robert B. Zoellick en una ocasión listó algunos de ellos que serán tomados como referencia para abordar el tema.

Cuadro 1

Mitos sobre el G-20*

1. El Grupo de los Veinte se creó durante la crisis financiera de 2008.
2. El Grupo de los Veinte tiene 20 miembros.
3. El G-20 es un nuevo gobierno mundial.
4. La verdadera prueba del G-20 será comprobar si puede prevenir una crisis financiera futura.
5. En el G-20 se habla mucho y se hace poco.

*Zoellick Robert B. Cinco mitos acerca del Grupo de los Veinte.

En realidad, el grupo se creó en 1999 como un foro de discusión sistemática y concertación entre Ministros de Hacienda y Gobernadores de Bancos Centrales de los países miembros para dirigir la reforma de la AFI que en ese año iniciaba sus primeros debates. En aquel entonces se consideró que el seguimiento de un tema de tanta trascendencia e impacto sistémico no podía quedar atrapado en el selecto G-8 sino que requería la presencia de algunas economías subdesarrolladas. No por generosidad ni por casualidad, en lo esencial por dos razones.

La primera, porque la secuencia de crisis que tuvieron lugar durante los 90's, se gestaron en economías subdesarrolladas lo que, en cierta forma, obligaba a contar con las experiencias de estos países y a tener en cuenta las principales lecciones aprendidas desde la perspectiva del Sistema Financiero Internacional.

La segunda, por los visibles cambios en la geopolítica mundial. Para fines de la década del 90 era incuestionable el despegue y el espacio que se iban abriendo en el tablero económico internacional las llamadas economías emergentes¹⁰⁸. Estos cambios favorecieron la instrumentación de una estrategia por parte del mundo desarrollado de atraer e incorporar a aquellas naciones a las que, en muy poco tiempo, necesariamente habría que sentar en la mesa de negociaciones.

De esta forma, se seleccionaron 11 economías emergentes siguiendo una lógica que parecía responder al peso económico y a una “adecuada” representatividad por área geográfica. Así, pasaron a formar parte del G-20 las ocho economías industrializadas más importantes: Alemania, Francia, Estados Unidos, Japón, Canadá, Italia, Gran Bretaña y Rusia; la Unión Europea y; once países emergentes: Argentina, Australia, Arabia Saudita, Brasil, China, Corea del Sur, India, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía. Estos países son responsables del 90% del PIB mundial, del 80% del comercio internacional y de las 2/3 partes de la población del globo terráqueo (SELA, 2009a).

La presidencia del Grupo se rota cada año y la adopta el país donde tienen lugar las Reuniones Cumbres. No obstante, para lograr la continuidad de los trabajos y de los temas objeto de análisis, encabeza cada Conferencia una “Troika” integrada por los representantes de la nación saliente, la de turno y la del año siguiente.

Hasta aquí, resulta muy fácil dismantelar dos de los mitos en torno al G-20. Este grupo no se crea en el contexto de la crisis subprime sino en 1999 y en el marco del sistema institucional de Bretton Woods. Su misión: promover un espacio para deliberar, dialogar y construir consensos en temas esenciales de política económica y financiera entre economías de importancia sistémica y monitorear la implementación de la NAFI. El G-20, por tanto, no es un órgano decisorio sino sólo un foro de debate y concertación.

¹⁰⁸ Que si bien no son representativas del grupo de países subdesarrollado, forman parte de él y ello resulta muy funcional para el diálogo norte-sur.

Lo que sucede es que en la práctica el G-20 no llegó a funcionar como un espacio de debate entre el G-8 y las economías emergentes, sino que el G-8 siguió al mando, de hecho, se pusieron de manifiesto serias divergencias y contradicciones hacia el interior de este grupo ante el temor de que darle poderes al G-20 podría mitigar la autoridad del FMI y la competencia del Comité Financiero y Monetario Internacional de esa institución. Con la crisis subprime, todos los temores se despejaron de manera automática, el FMI fue relanzado por el G-20 para mantener las prioridades en las relaciones de poder.

Este análisis permite comentar el segundo de los mitos planteado por Zoellick, el G-20 no tiene 20 miembros, sino que en la práctica son alrededor de 25 naciones las que se reúnen a debatir. Es cierto que normalmente se invitan a otros países para balancear mejor la representación por regiones o para ceder ante la queja de algún país vecino y además participan representantes de los organismos financieros internacionales, de las Naciones Unidas y de la sociedad civil. También lo es que la Unión Europea está sobre representada, ya que ocupa las plazas de los cinco países europeos miembros del G-8, y además la del representante del Consejo Europeo, el país que ejerce la presidencia y la Comisión Europea.

Sin embargo, en términos prácticos el mito estaría por defecto y no por exceso, no se trata de número de naciones que participan sino del peso que tienen las mismas en las discusiones. Una Unión Europea sobre representada, fortalece las posiciones de Europa; por otro lado, al ser EEUU el principal accionista de las IBW, con la mera presencia de dichos organismos en las reuniones quedan claramente apuntaladas las posiciones de EE.UU.

De modo que la estructura de poder hacia el interior del Grupo siguió siendo favorable a los grandes centros. En realidad, las naciones más poderosas continuaron detentando el verdadero poder a escala mundial, en los Organismos Económicos Internacionales y polarizando los escasos debates en el G-20 hacia el lado del G-8. No fue hasta la crisis subprime que dicha entidad comienza a transformarse en un foro de cooperación económica global entre sus miembros donde comienzan a ganar fuerza las posiciones de las economías emergentes representadas por los BRIC.

Hasta el momento se han celebrado 25 Reuniones del G-20 (Ver recuadro No.2); las 10 primeras con una frecuencia anual, pero a partir de la quiebra de Lehman Brothers, por la urgencia y complejidad del panorama económico internacional, el Grupo se vio obligado a realizar cuatro Cumbres extraordinarias durante cuatro años consecutivos.

Cuadro 2
Cronología de las Cumbres del G-20

Fecha	Lugar	Fecha	Lugar
1999	Berlín, Alemania	2010	Toronto, Canadá.
2000	Montreal, Canadá,	2010	Seúl, Corea del Sur
2001	Ottawa, Canadá	2011	Nankín, China
2002	Nueva Delhi, India	2011	Cannes, Francia
2003	Ciudad México, México	2012	Los Cabos, Baja California, México
2004	Berlín, Alemania	2013	St. Petersburgo, Rusia
2005	Pekín, China	2014	Brisbane, Australia
2006	Melbourne, Australia	2015	Antalya, Turquía
2007	Ciudad del Cabo, Sudáfrica	2016	Hangzhou, China
2008	São Paulo, Brasil	2017	Hamburgo, Alemania
2008	Washington D.C, Estados Unidos	2018	Buenos Aires, Argentina
2009	Londres, Reino Unido	2019	Osaka, Japón
2009	Londres, Reino Unido		

Por tanto, el otro tema a desmitificar es que la primera Cumbre del G-20 fue la de Washington en el 2008, lo que sucede es que a partir de ese año el grupo comenzó a reunirse a diferentes niveles: ministerial (Ministros de Hacienda y Gobernadores de Banco Central) y de Jefes de Estado. El hecho de que por primera vez confluyen los líderes de países desarrollados y de economías emergentes del grupo constituye una expresión de dos nuevas tendencias en las relaciones internacionales: por una parte, la mayor participación e influencia de los países emergentes en la política y la economía global y; por la otra, la urgencia de encontrar nuevos mecanismos de cooperación para enfrentar retos globales que exigen de una respuesta colectiva.

LOS VIEJOS TEMAS EN LAS NUEVAS DISCUSIONES. EL PERFECTO REACOMODO

Es cierto que, con la crisis, el G-20 comenzó a verse como una especie de nuevo formato de “gobierno mundial” para atender los problemas económicos internacionales en sustitución del G-8 pero, dicho grupo no es un órgano decisorio, no cuenta con estatutos, ni capital accionario ni estructura de votos. No obstante, las políticas aplicadas por sus miembros impactan de manera sistémica en la economía internacional, además de que son las principales economías industrializadas las que deciden en el FMI, el BM y la OMC.

De modo que en rigor no es un gobierno mundial, pero en cierta forma sus miembros “gobiernan al mundo”, un mito que se hace realidad. Si se quiere garantizar la estabilidad económica internacional, se requiere que dicho grupo se constituya como un verdadero foro económico para la cooperación.

Si bien es cuestionable la capacidad mostrada por el G-20 para lograr la necesaria cooperación y coordinación de políticas entre los principales centros de poder, queda claro que ha sido al interior de ese grupo donde se viene reconfigurando la AFI. Una mirada rápida a las Declaraciones finales de las reuniones del G-20 que han tenido lugar desde que

se desata la crisis hasta el momento, nos permite apreciar la evolución del tema en el ámbito internacional.

La **Cumbre de Washington** quedó muy por debajo de las expectativas generadas, básicamente se centró en el tema de la reforma de los mercados financieros y culminó con una Declaración que descansaba sobre cinco principios básicos que no diferían mucho de la tradicional agenda de reforma de la arquitectura financiera.

Temas tan importantes como el monetario quedaron totalmente fuera de la agenda de discusión. Se rompieron ciertos consensos que parecían haberse logrado en los momentos más agitados de la crisis, asociados al cuestionamiento del papel del mercado y a la necesidad de una mayor y más eficaz regulación. Por otro lado, la Cumbre sirvió para empoderar nuevamente al Fondo y devolverle su liderazgo. Dicha institución, que experimentaba una crisis de recursos, tuvo que ser rescatada como cualquier otra institución financiera en quiebra para seguir desempeñando su rol de prestamista de última instancia.

En general esta reunión constituyó sólo un punto de partida en la búsqueda de acciones coordinadas para salir de la crisis, pero no dejaron de aflorar las grandes contradicciones entre los países miembros.

La Cumbre de Londres, en cambio, reflejó cierta ruptura de la inercia ya que aportó elementos nuevos en términos de *reforzamiento de la regulación y supervisión; fortalecimiento de las instituciones financieras globales*. En este contexto, se planteó hacer extensiva la regulación y supervisión no sólo a instituciones financieras importantes sino, además, a instrumentos y mercados, incluido los Hedge Funds y paraísos fiscales. Adicionalmente, el relanzamiento del FMI se respaldó con una contribución financiera de 1,1 millón de millones de dólares¹⁰⁹ que le permitió a dicha institución proponer un nuevo marco de crédito, que si bien no lo desatanizaba, significaba un buen intento por reestructurar su tradicional mecanismo de crédito y ‘flexibilizar’ la condicionalidad.

Pittsburg se caracterizó por su bajo perfil; dicha Cumbre tuvo lugar en un contexto en que la sensación de urgencia parecía evaporarse debido a que las medidas de estímulo financiero comenzaban a tener cierto ‘éxito’ en mitigar los efectos de la crisis y en acelerar el inicio de la recuperación económica.

Lo más trascendente fue la reafirmación del G-20 como el Foro Económico por excelencia para la cooperación económica internacional, con lo cual el Grupo se transformaba en la instancia donde el mundo discutiría los asuntos económicos globales, dejando en un segundo plano al G-8. Desde luego, lograr tal empeño exigía de un nuevo nivel de cooperación y coordinación internacional sobre el cual se abrían muchas dudas, pero no era descartable dada la euforia prevaleciente sobre el supuesto ‘éxito’ de los mecanismos de salida de la crisis.

¹⁰⁹ Comunicado de los Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G-20. marzo 14 del 2009. En www.imf.org

Desde la perspectiva de la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional sólo fueron tres los aspectos abordados. El primero, la propuesta de traspasar el 5% de la **cuota FMI** de los miembros sobrerrepresentados a los subrepresentados y de un 3% en el Banco Mundial. El segundo, el apoyo al **nuevo marco de crédito** propuesto por el FMI. El tercero, la necesidad de cumplir con los estándares de capital planteados por **Basilea II y de frenar las bonificaciones bancarias**.

Adicionalmente, se exhortó a que los Bancos Multilaterales de Desarrollo ampliaran sus facilidades de préstamos para mitigar el impacto de la crisis en las economías más pobres y se manifestó el compromiso de asegurar que contaran con recursos suficientes para desempeñar su función.

En la **Cumbre de Toronto** nuevamente se hace sentir la sensación de urgencia que se había perdido y con ello se reactiva el debate sobre la NAFI. Sin dudas, los problemas de deuda soberana en la eurozona, particularmente en Grecia y el temor a que los efectos del ajuste presupuestario traspasaran las fronteras comunitarias reflejaban la fragilidad de la tal comentada recuperación.

Tres aspectos fueron abordados relacionados con la NAFI. Los problemas **cambiarioros**; el **impuesto a los bancos** y; el lanzamiento de un paquete de nuevas normas de regulación sobre el capital, la liquidez y el apalancamiento de las entidades bancarias conocido como **Basilea III**.

Respecto al **tema monetario**, finalmente se aprecia un intento por incorporarlo en la agenda de discusión, aunque muy discrecionalmente. El dólar siguió ausente y los debates se centraron en la necesidad de una mayor flexibilidad en la tasa de cambio de algunos países emergentes.

Con relación a **Basilea III**, el paquete consideraba un aumento del nivel, calidad, consistencia y transparencia del capital de los bancos, así como el establecimiento de colchones de capital y la fijación de un estándar global de liquidez con lo cual los bancos se verían obligados a armonizar mejor la madurez de sus pasivos con sus activos.

Se propone un aumento del Tier 1 o capital estructural¹¹⁰ del 4 al 6% y dentro de éste, el capital ordinario pasa de un 2 a un 4.5%. También se consideran dos colchones de capital: uno de conservación de capital constituido sólo por acciones comunes y equivalente al 2,5% de éstas; el otro se moverá en un rango de entre el 0 y el 2.5% pero se constituirá no sólo de acciones comunes, sino, además de cualquier otro capital capaz de absorber pérdidas. El propósito final era forzar a los bancos a tener un respaldo adicional cuando los supervisores advirtieran un crédito excesivo en el sistema que amenazara con generar morosidad. (Basilea, 2010)

Adicionalmente, se establece un coeficiente de apalancamiento del 3% del capital estructural y una exigencia mínima por riesgo de liquidez de corto plazo que asegurase la

¹¹⁰ Se refiere al capital de ordinario más las reservas.

estabilidad de largo plazo de las necesidades de financiación de las entidades (tanto para la deuda soberana como para la corporativa). (Basilea, 2010)

Basilea III fue la respuesta del Banco Internacional de Pagos de Basilea a la crisis subprime y aunque ciertamente incorpora elementos nuevos, las reformas planteadas siguen siendo claramente insuficientes. La mayoría de las entidades financieras operaban desde aquel entonces con un Tier 1 de entre el 6 y el 9% y el nivel de apalancamiento de los bancos en el momento de la quiebra de Lehman Brothers era como promedio del 3%, por tanto, en la práctica se les exigía como obligatorio un capital que ya mantenían como norma de gestión¹¹¹. (Toussiant, 2012) De modo que el problema es mucho más complejo y definitivamente va más allá del capital y su regulación.

La Cumbre de Seúl también tuvo lugar en un contexto marcado por el agravamiento del problema de deuda en la eurozona y el temor al contagio. Un elemento a favor de la profundización de los debates en torno a la reforma de Arquitectura Financiera Internacional.

Sin dudas, ésta fue una de las Cumbres donde el tratamiento del tema de la reforma del Sistema Financiero Internacional tuvo un mayor alcance. Se establecieron compromisos en materia cambiaria como resultado de la **guerra de divisas** que se desataba en el plano económico internacional; se abordó el tema de los **desequilibrios globales** por primera vez; se aprobaron las normas de **Basilea III**; se concretó el traspaso de más del 6% de la **cuota FMI** de los miembros sobrerrepresentados a los subrepresentados y del 3,13% para el caso del Banco Mundial y se autorizó el uso de medidas macroprudenciales¹¹² por parte de los países subdesarrollados para evitar el riesgo sistémico y las consecuencias negativas de un **flujo masivo de capitales**.

Por otra parte, lo novedoso de la **Cumbre de Nankín** fue la propuesta de considerar al yuan en la cesta de monedas que conforman el **DEG**. Esta propuesta es absolutamente coherente con el proceso de internacionalización del yuan y con el mayor peso que se le ha concedido a China dentro de la estructura de gobierno del FMI.

El tema de los desequilibrios globales dejó de ser una prioridad, pero se retomó nuevamente la problemática de los **flujos de capitales y la guerra de divisas**. Corregir los desequilibrios externos constituye uno de los grandes retos que tiene ante sí el G-20, pero para lograrlo se requiere de una efectiva coordinación de las políticas macroeconómicas entre los países miembros y ello exige de mucha voluntad política. Al menos el tema está ya en la agenda y el hecho de que se vayan construyendo consensos en torno a las vías de

¹¹¹ Los bancos de inversión de Wall Street tenían un apalancamiento que oscilaba entre el 25 y el 45% (por un dólar de fondos propios habían tomado prestado entre 25 y 45 dólares). Merrill Lynch tenía un apalancamiento de 40 veces sus recursos propios. (Toussiant, 2012)

¹¹² La política macroprudencial trata de contener el riesgo sistémico mediante el fortalecimiento del sistema financiero frente a las perturbaciones para que pueda seguir funcionando de manera estable sin ayudas de emergencia en momentos de tensión. Al mismo tiempo, permiten contrarrestar las fuentes de riesgo y vulnerabilidad tan pronto como se perciba que pueden tener carácter sistémico.

medir tales desequilibrios es muy significativo desde el punto de vista de encontrar las alternativas adecuadas para su corrección.

La problemática de los **flujos de capitales** fue esencial en la **Cumbre de Cannes**. En las conclusiones generales presentadas sobre el tema quedó claro que ya no resultaba obligatoria la apertura de la cuenta de capital y financiera bajo el marco legal de recomendaciones de política del FMI. Más bien se insta a los países a encontrar un punto intermedio que les permite aprovecharse de los beneficios de los flujos de capitales, pero al mismo tiempo contar con un marco regulatorio y de supervisión sólido que garantice un efectivo control de los mismos.

En este contexto se plantea que el G-20 debería plantearse como objetivo de largo plazo reforzar la cooperación entre sus miembros para lograr un **marco macro-prudencial** apropiado que vaya sentando las bases para la consecución de una estructura común que a nivel global evite el proteccionismo financiero y garantice la estabilidad financiera.

La **Cumbre de Cannes** le dio más poder al **FMI**, quedó muy claro el compromiso de garantía total de recursos para que esa institución continuara desempeñando su papel sistémico. Se demandó la movilización de recursos adicionales para lo cual se les solicitó a los Ministros de Finanzas que elaboraran una propuesta que considerara contribuciones voluntarias a una especie de cuenta especial administrada por el Fondo.

Por otro lado, el FMI no sólo aceptó la proliferación de intentos regionales de rediseño de la arquitectura financiera en Asia y en América Latina, sino que, además, definió un conjunto de principios para la cooperación con ellos. Lo interesante es que el objetivo básico de los **nuevos esquemas de cooperación** es precisamente eliminar la dependencia del FMI; una muestra más de la capacidad de adaptación de esta institución.

La **Cumbre de Los Cabos**, por su parte, puso énfasis en el tema de la evaluación de los compromisos de política asumidos por los Estados miembros para determinar su implementación. En tal sentido, se propuso que dichos compromisos tenían que ser tan específicos y concretos como fuera posible, en aras de facilitar su medición. Se demandó, además, un enfoque común para evaluar los progresos, de una Cumbre a otra, en todas las áreas de política.

Se propuso un **Mecanismo de Rendición de Cuentas** de los Objetivos del G-20 para activarse de manera inmediata lo que resulta útil para medir los progresos alcanzados e identificar aquellas áreas o sectores donde aún se requiere de nuevas acciones. Esto es particularmente importante porque permite medir la implementación de los planes de acciones y de cierta forma romper con la inercia; de no existir un mecanismo efectivo de medición de los objetivos propuestos y de rendición de cuentas, dichos planes se convertirían en meras declaraciones de principios.

Desde la perspectiva de la Arquitectura Financiera Internacional tres aspectos fueron significativos: la nueva capitalización del **FMI**; el reforzamiento del **marco regulatorio** y algunos avances en materia de **inclusión financiera**.

En la **Cumbre de St. Petersburg**, se apeló por el reforzamiento del papel de los **Bancos de Desarrollo Multilaterales** en el fortalecimiento de su capacidad de préstamo y en la movilización de recursos adicionales para invertir en infraestructura, particularmente en economías emergentes y subdesarrolladas. Se retoma el tema de la pertinencia de los **esquemas regionales de cooperación financiera** y de la importancia de establecer efectivos canales de comunicación entre estos y el FMI; sin dudas, una reacción a la determinación de los BRICS de crear su propio Banco de Desarrollo y Fondo de Reservas.

Se espera que el **Banco** opere con un capital inicial de 50 mil millones de dólares (10 mil millones por cada socio) y que el **Fondo de Reservas** opere con 100 mil millones de dólares que pondría en función de los países del bloque para enfrentar presiones de liquidez a corto plazo y fortalecer así, la estabilidad financiera. (New Development Bank, 2014)

Además, se incorpora a la agenda la problemática de la **sostenibilidad de la deuda** y en especial se apoya la implementación del *Marco de Sostenibilidad de Deuda*¹¹³ para países de bajos ingresos formulado por ambas instituciones. La idea es tomar este marco de políticas como referencia para informar el desempeño de las políticas de financiación de los miembros del G-20 y al mismo tiempo promover una financiación al desarrollo sostenible a través de canales apropiados. Esto si es una novedad, nunca antes este tema había sido abordado en los marcos del G-20.

Con relación a los **flujos de capitales** se insistió, sobre todo por parte de los BRICS, en la necesidad de llegar a un acuerdo internacional sobre la magnitud, velocidad y temporalidad de las políticas de expansión cuantitativa dentro de un amplio marco de objetivos para reducir los desequilibrios globales. Estos países mostraron su inquietud por una eventual reducción del estímulo monetario de Estados Unidos. Un cambio de dirección del "tsunami monetario" -como ha catalogado Brasil al flujo de dinero barato por parte de las naciones desarrolladas- provocaría una fuga de capitales, debilitaría a la mayoría de las monedas de las economías emergentes, incrementando las presiones inflacionarias y obligándolos a reforzar la liquidez en un momento de bajo desempeño de sus economías.

La **Cumbre de Brisbane**, tuvo un bajo perfil desde la perspectiva de la agenda para la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional, se pone énfasis en el tema del

¹¹³ El Marco de Sostenibilidad de Deuda es una nueva metodología, lanzada en el 2004 y aprobada en el 2005 para evaluar la sostenibilidad de la deuda de los países de bajos ingresos y su propósito era informar las futuras políticas de financiación del FMI y del BM para estas naciones, aunque se concibió para que fuera también utilizado por acreedores, instituciones de crédito y foros como el Club de París. El objetivo era determinar el monto del alivio de la deuda, o la nueva financiación que un país recibía y sus instrumentos (donaciones de capital o préstamos). Este marco se convirtió en la pieza central no solamente de futuros préstamos del Banco y del Fondo a países de bajos ingresos, sino también de cualquier debate oficial relacionado con el eventual alivio de la deuda, más allá de la Iniciativa HIPC.

fomento de la inversión, esencialmente de carácter privado y en la problemática de las **políticas monetarias** aplicadas en las economías avanzadas, la necesidad de calibrarlas cuidadosamente y de comunicarlas con claridad por la incertidumbre que genera la volatilidad de los tipos de cambios y los movimientos abruptos de los flujos de capitales sobre el crecimiento económico.

Por su parte la **Cumbre de Antalya, Turquía** tuvo lugar en un contexto muy peculiar, fue el año donde se lograron tres consensos importantes a nivel global: la nueva agenda internacional de desarrollo 2030 donde quedaron definidos los Objetivos de Desarrollo Sostenible; la Agenda de Acción de Adis Abbeba sobre Financiación al Desarrollo y; el Acuerdo de París sobre Cambio Climático en el marco de la Cumbre de las Partes (COP 21) de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático.

De modo que el G-20 se limitó a apoyar los compromisos asumidos en las dos primeras cumbres internacionales y en construir consensos para alcanzar un ambicioso acuerdo en París para lograr reducir el calentamiento global a 2° C o menos y que reflejara el principio de responsabilidades comunes pero diferenciadas. Desde la perspectiva de la reforma del sistema financiero internacional, esto significó el fortalecimiento de la alianza global para la financiación al desarrollo a partir de la consideración de diversas modalidades de alianzas públicas-privadas, la transparencia de los mecanismos de titularización, la inclusión financiera, la mejora de los procesos de intermediación de las PYMEs y el reforzamiento de los compromisos en materia de finanzas climáticas.

Por el lado de la regulación y la supervisión, se insistió en la pertinencia de acelerar el proceso de **reforma en los mercados de derivados** (the over-the-counter (OTC)), el fortalecimiento de los mecanismos de **regulación de la banca a la sombra**, el manejo del **riesgo sistémico**, así como la problemática de los **servicios de los bancos de corresponsalías** que, por aquel entonces, afectaban de manera severa a los países caribeños como resultado del *de-risking*¹¹⁴.

Una vez más se declara la inconformidad con la demora en la implementación de las reformas de gobierno y de cuotas del FMI como si el país que frustraba las mismas no fuera líder del G-20 (EE.UU). Nuevamente se intenta ser parte de la solución como si no se fuera parte del problema. En el ámbito monetario, se pone énfasis en la necesidad de que la canasta del DEG continúe reflejando el papel de las diferentes monedas en el sistema comercial y financiero internacional.

¹¹⁴ Este ha sido uno de los retos que han asumido en los últimos años los países caribeños. Se trata de un fenómeno mediante el cual los grandes globales que fungen como bancos corresponsales de instituciones financieras locales deciden limitar drásticamente o suspender sus servicios de corresponsalía con bancos locales o regionales, particularmente de aquellos paraísos fiscales, poniendo en riesgo su acceso al sistema financiero internacional.

Se retoma el tema de la **reestructuración de la deuda soberana** pero no se incorporan elementos nuevos, sólo se apoyan los progresos logrados en materia de incorporación de CAC y cláusulas de *pari passu*¹¹⁵ en los contratos de bonos soberanos internacionales.

La **Cumbre de Hangzhou, China**, por su parte tuvo lugar en un contexto de contracción del crecimiento y una persistente crisis social. Desde la perspectiva de la reforma de la AFI fue un poco de más de lo mismo. Nuevamente se llama la atención sobre el tema de la volatilidad cambiaria y sus impactos para la estabilidad económica y financiera global y en la necesidad de monitorear los flujos de capitales. También se insiste en el manejo de los riesgos y en la pertinencia de cumplir con los plazos establecidos para la implementación ordenada y oportuna de Basilea III y el reconocimiento de la importancia de políticas macroprudenciales para limitar el riesgo sistémico y reducir al mínimo los costos que la inestabilidad financiera puede imponer al conjunto de la economía.

En este contexto, se destacó el trabajo conjunto del FMI, la Junta de Estabilidad Financiera y el Banco Internacional de Pagos de Basilea para crear un stock de experiencias internacionales de marcos regulatorios macroprudenciales y herramientas que sirvan de referencia para promover políticas efectivas.

Dentro de los aspectos más significativos resaltan dos. Por un lado, lo relacionado con la **inclusión financiera digital** donde se presentó una actualización de los indicadores utilizados por el G-20 para estos fines y se definieron principios claves al respecto y un marco de implementación del plan de acción del G-20 sobre financiamiento a las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMEs) en la era digital.

Por el otro, la necesidad de **reforzar la inversión en infraestructura y el papel de los Bancos Multilaterales de Desarrollo** en esta materia con énfasis en la problemática del financiamiento verde. Este último tema no solo se reafirmó como un elemento nuevo de la agenda para la reforma, sino que se posicionó como una variable clave que paralelamente ha estado definiendo una arquitectura específica de financiamiento climático que es preciso evaluar y monitorear pero que escapa de los objetivos de este trabajo.

Las últimas tres **Cumbres: Hamburgo (2017), Buenos Aires (2018) y Osaka (2019)** han aportado muy poco a la reconfiguración de la AFI, una vez más, en la medida que pasa la sensación de urgencia las prioridades cambian y el G-20 se focaliza más en la problemática de conseguir un crecimiento “sólido, sostenible, balanceado e inclusivo” sin darse cuenta que sin estabilidad financiera es imposible de alcanzar dicho crecimiento. Se requiere establecer un mecanismo efectivo de monitoreo y evaluación de los planes de acciones definidos que han logrado concretarse en segmentos claves de la agenda para la reforma.

De modo que el discurso se repite en torno a los mismos ejes ya consensuados en Cumbres anteriores. El compromiso de implementar de manera completa, oportuna y consistente la

¹¹⁵ Cláusula que define que, ante una situación de quiebra empresarial, dos o más préstamos, bonos o serie de acciones preferentes tienen igualdad de derechos a ser abonados, o sea, están en igualdad de condiciones, al mismo nivel.

agenda para la reforma de la AFI y la evaluación de sus efectos; la necesidad de la coordinación de políticas monetarias para reducir la volatilidad cambiaria y sus impactos; el monitoreo de los flujos internacionales de capitales¹¹⁶; el cumplimiento de los plazos para la implementación total de Basilea III; la evaluación de los efectos de las reformas de los marcos regulatorios y los instrumentos de política y monitoreo disponibles para enfrentar los riesgos derivados de la banca a la sombra y; la problemática de la sostenibilidad de la deuda y su oportuno manejo en un contexto donde crece rápidamente el endeudamiento privado.

Quizás el elemento nuevo que se ha incorporado a la agenda en las tres últimas Cumbres es el relacionado con las potencialidades que brinda la **innovación tecnológica** en la esfera financiera, en particular la **digitalización**. En este contexto, el G-20 ha elaborado una **Guía de Políticas sobre Inclusión Financiera** para facilitar los servicios financieros digitales teniendo en cuenta los contextos nacionales, que se constituye en hoja de ruta con recomendaciones específicas útiles para los países. Sin embargo, su implementación es de carácter voluntario.

En síntesis, es cierto que el grado de coordinación y de consenso para establecer los compromisos acordados hasta el momento no tiene precedente en intentos anteriores de reformulación de la arquitectura financiera internacional. Nunca antes se había transitado de manera tan rápida del discurso a la acción, además, llama la atención el empeño puesto por los líderes del G-20 por trabajar cada uno de los subtemas por comisiones independientes y presentar un plan de acción para cada uno de ellos.

El hecho de que de las Cumbres se deriven no sólo Declaraciones Finales sino también Planes de Acción, es un dato relevante; pero que el mismo incluya anexos específicos definiendo normas generales, principios y lineamientos para determinadas esferas es un reconocimiento de la urgencia de cambiar las reglas actuales de funcionamiento del sistema financiero internacional.

Lo que sucede es que la traba sigue estando por el lado de la implementación, el alto grado de interconexión de la actividad financiera internacional, exige de una mayor coordinación a nivel global. De poco vale que algunos implementen normas macropudenciales, controles y refuercen su ejercicio de supervisión si otros no lo hacen, particularmente aquellas naciones e instituciones de importancia sistémica, que por naturaleza son las más reacias a la implementación de controles.

De modo que ciertamente los avances en esta materia no deben sobre dimensionarse, se avanza en el diseño y la concepción de la agenda para la reforma, los pasos dados hasta el momento son muy necesarios, pero todavía insuficientes. El desafío de la implementación sigue presente.

¹¹⁶ La OECD completó una revisión a su Código de Liberalización de los Movimientos de Capital actualizándolo en función de nuevo contexto internacional.

REFLEXIONES FINALES

Con la crisis subprime proliferaron algunos mitos en torno al G-20, algunos son indiscutiblemente mitos, en cambio otros en una segunda lectura se desdibujan y pueden ser muy cuestionables. Esta dicotomía entre mito y realidad se sintetiza en las siguientes reflexiones:

- Es un mito irrefutable que el G-20 *surge con la quiebra de Lehman Brothers* para encontrar mecanismos de salida de la crisis por la vía de la cooperación y la coordinación y que la *primera Cumbre* del grupo tuvo lugar en el 2008.
- Es un mito cuestionable el criterio de que *tiene 20 miembros*. Aunque en este tema la impugnación no es por el número exacto de miembros sino por su representatividad y poder de decisión dentro de grupo. En tal caso, visto desde la perspectiva de las economías subdesarrolladas, tiene menos y no más como se pretende plantear.
- El que no constituye un *gobierno mundial* técnicamente es un “mito” pero en la práctica es una realidad. Literalmente sus principales miembros “gobiernan el mundo”, no sólo por el impacto de sus políticas sobre la estabilidad económica internacional sino también por su dominio en los Organismos Multilaterales del Crédito.

Además, si bien es cierto que el G-20 se reafirmó como el Foro por excelencia para atender los problemas económicos internacionales, ha llegado a incluir en su agenda temas de amenaza a la seguridad nacional como es el caso de la corrupción, el terrorismo y el del uso de armas químicas de un gobierno contra su propio pueblo. ¿No es esto un intento de gobernanza global?,

- El que *la verdadera prueba del G-20 será comprobar si puede prevenir una crisis financiera futura* tiene varias lecturas. La verdadera prueba del G-20 era encontrar mecanismos de salida de la crisis al tiempo que removía los cimientos de la AFI para diseñar mecanismos de alerta temprana y garantizar la resiliencia. Sin embargo, la realidad es que, en la práctica, sólo se retocaron los interiores de la AFI, el sistema financiero internacional hoy no es ni más estable ni más seguro que el del 2008 y, se siguen acumulando riesgos que pueden derivar en una potencial crisis.

El G-20 aún no termina de pasar su prueba de estrés y desde una perspectiva institucional, se ha asistido a un proceso de lavado de imagen de las IBW al amparo del G-20. Sin dudas, el gran triunfador de las Cumbres ha sido el FMI que no solo tiene una función de supervisión sino también de prevención, aunque históricamente ha jugado mejor su papel de “bombero” que de “policía”. Nuevamente se le entrega al Fondo un cheque en blanco que no logra llenar para evitar que la reforma de la AFI siga atrapada en el plano de las intenciones.

- El que en el G-20 *se habla mucho y se hace poco* tiene un poco de mito y otro poco de realidad. Es indudable que, al menos en materia de la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional, la agenda avanza en su diseño y concepción. La actual, es

claramente superior a la de 1999 y a la del 2008, los líderes mundiales ya no pueden obviar la necesidad de cambiar las reglas de funcionamiento del sistema financiero internacional y han venido incorporando temas que históricamente han constituido preocupaciones y exigencias del sur.

Tal es el caso de problemáticas como: los desequilibrios globales; la volatilidad de los flujos de capitales; la ampliación de la canasta del DEG; la regulación de los mercados de derivados, los fondos de cobertura y otros segmentos del sector financiero incluidos aquellos relacionados con la banca a la sombra y los centros off-shore.

También es cierto que se aprecia un esfuerzo por acompañar la agenda para la reforma con planes de acciones específicos para los diferentes ámbitos de acción de la misma. En este contexto, se han diseñado lineamientos generales, normas y principios para facilitar la implementación y mecanismos de rendición de cuenta que permitan evaluar el cumplimiento de los compromisos establecidos. O sea, en cierta forma se pasa del discurso a la acción, visto así pareciera un mito *el que en el G-20 se habla mucho y se hace poco*.

Sin embargo, lo que sucede, y es aquí donde ese mito se desdibuja, es que todavía no se logran los consensos requeridos para implementar las acciones coordinadas que se requieren. Hay conflictos de intereses (muchos de ellos históricos), divergencias en la agenda de los mandatarios, y eso dificulta la construcción de consensos, sobre todo en áreas que involucran a los principales centros financieros.

De modo que el desafío de la implementación sigue presente y por tanto es una realidad que los documentos finales que emanan de las Cumbres del G-20 aunque aborden temas nuevos con frecuencia se convierten en declaraciones de intenciones y de principio. Lamentablemente, las mismas caen en la retórica de asumir compromisos que no siempre se cumplen, que no son vinculantes y que dependen de la voluntad política que aún no es posible recabar.

En resumen, es en los marcos del G-20 que está teniendo lugar la recomposición del Sistema Monetario y Financiero Internacional Actual y para el éxito de tal empeño se requiere reforzar los niveles de cooperación y coordinación de políticas entre los países miembros lo que sigue siendo un tema pendiente.

La reconfiguración de la Arquitectura Financiera Internacional ha reflejado un carácter cíclico desde sus inicios, responde claramente a situaciones de urgencia en el ámbito internacional. En épocas de crisis se activa el debate, pero luego se opaca ante los primeros síntomas de superación de las mismas. En este contexto, la crisis subprime marcó un antes y un después en la lógica de la reforma y en la reconfiguración de su agenda que permite plantearse algunas interrogantes finales.

¿Se rompió la inercia en el manejo de la agenda para la reforma de la AFI? Sí; ¿Se pasó del discurso a la acción? Sí; ¿Es suficiente lo logrado? No; ¿Se mantiene el reto de la

implementación? Definitivamente sí. ¿Es el Sistema Financiero Internacional más estable en la actualidad? No; ¿Es posible avanzar más y más rápido? No; ¿Por qué? Por la vocación internacional del capital y por la composición de las relaciones de dominación que predomina en la actualidad, en la práctica a los principales centros de poder lo que les interesa es reacomodarse, cambiar un poco su lenguaje pero que éste siga siendo funcional a sus intereses y a la lógica del capital. ¿Qué hacer entonces? Apostar por el multilateralismo, la reconfiguración de la AFI tiene necesariamente que trasladarse al seno de las Naciones Unidas y la Asamblea General de las Naciones Unidas tiene que recuperar su capacidad de liderazgo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (2009). *El Grupo del Banco Mundial después de la crisis*. Reuniones Anuales, Junta de Gobernadores del Grupo del Banco Mundial. Discurso de Robert B. Zoellick Presidente del Grupo del Banco Mundial. 6 de octubre, Estambul, Turquía. www.worldbank.org
- FMI (1999). *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*. April 28, www.imf.org
- New Development Bank (NDB) (2014). *Agreement on the New Development Bank – Fortaleza*, July 15, Brazil.
- Sánchez, M. (2004). La reestructuración de la deuda latinoamericana: pertinencia de un mecanismo de insolvencia internacional. Trabajo presentado para optar por el grado científico de doctor en ciencias económicas, La Habana, Cuba.
- SELA (2009). Servicio Informativo del SELA, 27 de marzo.
- Tossiant, E. (2012). *2007-2012. 6 años en que los bancos se tambalearon*. 17 de diciembre, www.cadtm.org
- United Nations Organization. Outcome of United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impact on Development. 24-26 June, 2009. New York. USA.

OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- Banco de Pagos Internacionales (BIS) (2010). *La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20*. Octubre, Basilea, Suiza.
- Cobarrubia, F. (2013). La Reserva Federal en el laberinto de la actual crisis económica de Estados Unidos, *Temas de Economía Mundial* No 24, La Habana, Cuba.
- FMI (2011). *El FMI refuerza los servicios de liquidez y de préstamos de emergencia*. Comunicado de Prensa No. 11/424, 22 de noviembre, www.imf.org
- G-20 (2008). *G20 Leaders Declaration*. November, Washington DC, USA.
- _____ (2009). *Comunicado de los Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G-20*. Marzo 14, London, United Kingdom.
- _____ (2009). *G20 Leaders Declaration*. April, London, United Kingdom.
- _____ (2009). *G20 Growth and Job Action Plan*. April, London, United Kingdom.

- _____ (2009). G20 Leaders Declaration. September, Pittsburg, Russia
- _____ (2009). Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit. September 24 – 25
- _____ (2010). The G20 Toronto Summit Declaration. June 27, Toronto, Canadá.
- _____ (2010). Declaración Final de Seúl. Noviembre, Seúl, Corea.
- _____ G20 Leaders Declaration. November 2011. Cannes, France.
- _____ (2011). Final Communiqué. Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. April 15, Washington DC
- _____ (2011). G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors October 15, Cannes, France.
- _____ (2011). G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, October 15, Cannes, France.
- _____ (2011). G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors October 15, Cannes, France.
- _____ (2011). G20 Finance Ministerial Final Communiqué Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors April 15, Cannes, France.
- _____ (2012). The Los Cabos Growth and Jobs Action Plan, 18-19 June, Los Cabos, México.
- _____ (2012). G20 Leaders Declaration. 18-19 June, Los Cabos, México.
- _____ (2013). Communiqué Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors. October 11, Washington DC, USA.
- _____ (2013). G20 LEADERS' DECLARATION. Saint Petersburg Summit. September, Russia.
- _____ (2013). St. Petersburg Action Plan. September 6, St Petersburg, Russia.
- _____ (2014). G20 Leaders' Communiqué Brisbane Summit, 15-16 November, Brisbane, Australia.
- _____ (2014). Brisbane Action Plan, November, Brisbane, Australia.
- _____ (2014). 2014 Financial Inclusion Action Plan, November, Brisbane, Australia.
- _____ (2014). Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution, Financial Stability Board, November.
- _____ (2014). Updated G20 Roadmap towards Strengthened Oversight and Regulation of Shadow Banking in 2015, Financial Stability Board. November, Brisbane, Australia.
- _____ (2015). G20 Leaders' Communiqué Antalya Summit, 15-16 November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). Antalya Action Plan, November, Turkey.

- _____ (2015). Multilateral Development Banks Action Plan to Optimize Balance Sheets. November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). G20/OECD High-Level Principles on SME Financing. November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). G20 Joint Action Plan on SME Financing. November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). The Common International Standard on Total-Loss-Absorbing-Capacity for Global Systemically Important Banks, the FSB. November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). Development Working Group 2015 Annual Progress Report. November, Antalya, Turkey.
- _____ (2015). Report on the Implementation and Effects of Reforms, FSB's Report to the G20 Leaders, November, Antalya, Turkey.
- _____ (2016). G20 Leaders' Communique Hangzhou Summit. 4-5 September, Hangzhou, China.
- _____ (2017). G20 Leaders' Declaration Shaping an interconnected world. Hamburg, 7/8 July, Hamburg, Germany.
- _____ (2017). Hamburg Action Plan. 7/8 July, Hamburg, Germany.
- _____ (2017). Hamburg Update: Taking forward the G20 Action Plan on the 2030 Agenda. 7/8 July, Hamburg, Germany.
- _____ (2018). G20 Leaders' declaration Building consensus for fair and sustainable development. 30 November-1 December, Buenos Aires, Argentine.
- _____ (2018). Buenos Aires Annual Progress Report on G20 Development Commitments. 30 November-1 December, Buenos Aires, Argentine.
- _____ (2018). G20 Call on Financing for Inclusive Business. 30 November-1 December, Buenos Aires, Argentine.
- _____ (2018). Final Report of the International Financial Architecture Working Group. 30 November-1 December, Buenos Aires, Argentine.
- _____ (2018). G20 Sustainable Finance Synthesis Report 2018. 30 November-1 December, Buenos Aires, Argentine.
- _____ (2019). G20 Osaka Leaders' Declaration. 28-29 June, Osaka, Japan.
- _____ (2019). Communiqué G20 Finance Ministers & Central Banks Governors Meeting 8-9 June, Osaka, Japan.
- Mazzei, U. (2009). *G20 en Londres: la leve irrealidad*. Septiembre 4, Ginebra, Suiza.
- SELA (2009). Servicio Informativo del SELA, 1ro de abril.
- _____ (2009). Servicio Informativo del SELA 6 de abril.
- Zedillo, E. (2009). *Repowering the World Bank for the 21st Century*. Report of the High Level Commission on Modernization of World Bank Group Governance, October.

CAPÍTULO VI LA CRISIS EUROPEA Y EL BREXIT

Dra. Hilda Puerta Rodríguez
Centro de Investigaciones de Economía Internacional

INTRODUCCIÓN

Si bien el tema de la crisis europea ha dejado de ser noticia de primera plana en la prensa mundial, constituye, sin duda alguna, una cuestión de relevancia mundial, en tanto polo de poder internacional y, a pesar de sus problemas, el proceso de integración más exitoso en el mundo de hoy, al tiempo que el euro ha devenido en la segunda moneda de importancia mundial¹¹⁷, lo que explica la preocupación existente acerca de su evolución y futuro.

Por otra parte, no puede olvidarse cómo Europa Occidental ha apostado por la integración en su lucha por la hegemonía, como vía para enfrentar los retos a los que debe dar respuesta en un mundo cada vez más complejo y donde sus rivales, sobre todo Estados Unidos, han logrado, independientemente de los desequilibrios que enfrenta, lograr una supremacía en muchos aspectos.

Respecto a la crisis, es importante resaltar, en primer lugar, y para una mejor comprensión, los cambios que han tenido lugar en su carácter, como particularidad propia del funcionamiento del modo de producción capitalista.

Recordemos que, en los inicios de la libre competencia, el sistema se caracterizaba por un comportamiento cíclico, relacionado sobre todo con los métodos productivos fordistas¹¹⁸, que se distinguen principalmente por el desarrollo de una manufactura masiva, que no tiene en cuenta las condiciones específicas del mercado, lo que conducía a que, en general, tuvieran lugar crisis de superproducción, donde, como norma, la oferta superaba a la demanda, con el consecuente decrecimiento de los precios que ello provoca.

Esta situación, totalmente inconveniente para el objetivo fundamental del sistema, la maximización de ganancias, trajo en última instancia como consecuencia la aparición del llamado “toyotismo”¹¹⁹, sistema organizativo encaminado, entre otras particularidades, a desarrollar la actividad productiva y de servicios de acuerdo con las necesidades del cliente, con lo que, se pensó que, en términos generales, se lograba dar adecuada respuesta al desequilibrio entre los diferentes componentes del mercado.

¹¹⁷ En la actualidad el euro integra casi la cuarta parte de las reservas monetarias mundiales, mientras que en esta moneda se realizan alrededor del 36% de los pagos internacionales. Ver Gráfico 8 para más detalles.

¹¹⁸ El **fordismo** es un tipo de organización de la producción caracterizado por hacer que la misma se realice en serie o en cadena. Su nombre deriva de uno de sus progenitores ideológicos, Henry Ford. Se trata de una producción en masa, que no tiene en cuenta las condiciones del mercado.

¹¹⁹ El **toyotismo** es también una forma de organización del proceso productivo en el cual se trata de evitar cualquier acción innecesaria y hacer las cosas en el momento preciso. Se basa en el precepto de “justo a tiempo”. Se trata de producir cuando el bien está prácticamente vendido sobre la base de la llamada producción flexible, acompañado de bajos gastos de almacenamiento.

Sin embargo, ya a partir de la década de los años 70 del siglo pasado, comenzaron a manifestarse nuevos fenómenos, como la llamada “estanflación”¹²⁰, cuando se combinó la caída del Producto Interno Bruto (PIB) en la mayoría de los países, con el alza de los precios¹²¹, complicando así la aplicación de recetas tradicionales de política económica.

Al mismo tiempo, y en buena medida, a partir de ese momento, el sector financiero ha ido complicando aún más la llamada economía real, muy asociado también a la instrumentación de los preceptos neoliberales, que se traducen en este sector sobre todo en una desregulación indiscriminada y un desarrollo ilimitado de la especulación.

Se trata de acciones que al tiempo que enriquecen al sector financiero, en cuyas manos se encuentra el mundo hoy, inducen un desorden sin precedentes en la economía y en la sociedad mundial, en general. La Crisis Hipotecaria iniciada en 2007, es un ejemplo fehaciente de esta realidad, que se ve acompañada, y provoca, al mismo tiempo, hasta cierto punto un lento crecimiento de la mayoría de las economías en términos reales, dada la elevada rentabilidad que potencialmente puede obtenerse en estas actividades.

Estamos entonces en presencia de un cambio importante en el carácter de las crisis capitalistas, concentrada básicamente en la actividad financiera, pero que, por la importancia del sector, se refleja y trasmite a los restantes sectores y al mundo en su conjunto, favorecido también por el proceso de globalización. De esta forma, el enfrentamiento del fenómeno se hace particularmente difícil, dada su extensión y complejidad, como es el caso de la crisis de deuda en Europa.

Es así que la Crisis Hipotecaria generada en EEUU, con sus diversas manifestaciones llegó a Europa, principalmente a los países de menor desarrollo relativo, los más vulnerables y con mayores problemas estructurales, conocidos con cierto humor negro como PIIGS¹²². Es por ello que la situación actual de la zona debe analizarse como combinación de un conjunto de problemas, pero cuyo detonante principal es el arribo de numerosos activos tóxicos, los cuales lograron enriquecer a algunos y empobrecer a la mayoría.

Ello trajo como consecuencia que afloraran repentinamente muchos de los problemas económicos de carácter estructural que se vienen padeciendo desde hace años, lo que a su vez se combinó con un uso desmedido de recursos por parte de los gobiernos de algunas de estas naciones, sin la correspondiente compensación en ingresos, provocando importantes incrementos en los déficits fiscales y un crecimiento exponencial sobre todo de las obligaciones a corto plazo, detonando así una crisis de deuda soberana a la que no se pudo dar adecuada respuesta. El caso de Grecia constituye quizás el ejemplo más claro al respecto.

¹²⁰ Peligrosa combinación del estancamiento económico con el incremento de los precios o inflación.

¹²¹ Este incremento de los precios se produjo básicamente como resultado del aumento generalizado de los precios del petróleo que tuvo lugar

¹²² Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

Es por eso, que Europa llega al punto de combinar una crisis financiera en el sector privado y también en el gubernamental.

En este complejo panorama se inscribe también la decisión británica de abandonar la Unión Europea en el año 2016, aunque ello no puede verse como una consecuencia directa de la crisis, sino como resultado principalmente de un conjunto de factores que serán analizados posteriormente con mayor profundidad.

Lo que, si es cierto, es que tal decisión agrega todavía más tensiones a la base económica europea y al propio Reino Unido, con lo cual, la situación en general se complica, mientras que los mercados se tornan cada vez “más nerviosos”, sobre todo en la medida en que los resultados de las negociaciones británicas con la Unión Europea se hacen más y más inciertas.

Es así que se hace necesario analizar el alcance y repercusiones de tan complejo escenario y de los medios de que se dispone para enfrentar el mismo. Tal estudio constituye el objetivo del presente trabajo, que trata de profundizar en la situación específica europea, analizando sus causales más importantes y los posibles escenarios que puedan ocurrir en el contexto del cada vez más complicado panorama mundial.

LA CRISIS ECONÓMICA EN EUROPA

Si bien el lento crecimiento ha sido una de las características de la economía europea desde hace años, reflejando serios problemas de base estructural en la mayoría de los integrantes de la zona, este mal se ha convertido en los últimos tiempos en una situación prácticamente permanente, al tiempo que las crisis se hacen cada vez más recurrentes.

De hecho, tal como puede apreciarse en el siguiente Gráfico 1, las tendencias de **crecimiento económico** en el Viejo Continente como media y en particular, en la Eurozona¹²³, son bajas, sin que lleguen a alcanzar un 3% durante el período analizado. Es importante tener en cuenta que, de hecho, el crecimiento mundial ha estado descansando sobre todo en los países emergentes en los últimos tiempos ¹²⁴

¹²³ La Eurozona está integrada en la actualidad por diecisiete países: Alemania, Francia, Italia, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, España, Irlanda, Portugal, Austria, Finlandia, Grecia, Eslovenia, Chipre, Malta, Eslovaquia y Estonia.

¹²⁴ Obviamente, la realidad europea es diferente en cada uno de los países, pero en este trabajo analizamos principalmente las generalidades que muestra el área.

Gráfico 1
Crecimiento económico. Países Desarrollados



Fuente: World Bank, 2018. Pág. 7.

Esta realidad europea, sobre todo si se compara con la de Estados Unidos, no así en el caso de Japón, con problemas propios muy específicos, está asociada a un cúmulo importante de desequilibrios de base, que se entrelazan, desde las propias dificultades que ha enfrentado la integración, muchos problemas políticos y sociales que han aflorado ante la difícil situación existente, lo que puede apreciarse también en el siguiente Cuadro (1), incluyendo las proyecciones para fines de 2019 y 2020.

Cuadro 1
Evolución Tasa de Crecimiento Real. (Dólares EEUU constantes de 2010)

	2015	2016	2017e	2018f	2019f	2020f
World	2.8	2.4	3.1	3.1	3.0	2.9
Advanced economies	2.3	1.7	2.3	2.2	2.0	1.7
United States	2.9	1.5	2.3	2.7	2.5	2.0
Euro Area	2.1	1.8	2.4	2.1	1.7	1.5
Japan	1.4	1.0	1.7	1.0	0.8	0.5

Fuente: World Bank, 2018. Pág. 4.

En este sentido, debe considerarse, en primer lugar, las dificultades que en general están enfrentando muchos países, que continúan basando sus economías en un sector industrial manufacturero, en decadencia, frente al avance imparable de la sociedad del conocimiento, con numerosas consecuencias en términos de competitividad y empleo, por señalar sólo algunas.

Como contraste, las naciones emergentes están en buena medida apostando a la atracción de capitales extranjeros que se ven incentivados en general por los bajos salarios y los estímulos que se aplican en términos impositivos y de facilidades diversas. Estos flujos proceden, en su mayoría de los países más avanzados.

Por otra parte, la UE y en particular, la Eurozona enfrenta diferentes problemas de índole estructural, de más largo plazo.

No caben dudas de que uno de las dificultades más serias que enfrenta la Unión Europea es precisamente la heterogeneidad de sus miembros, con muy diferentes niveles de desarrollo

relativo, lo que puede señalarse como una primera situación especialmente compleja que se enfrenta y que ha sido asumida por las autoridades comunitarias en función de otros intereses más priorizados de carácter geoestratégico, como es el caso de la apuesta por una mayor profundización y ampliación simultánea de la integración, a pesar de los riesgos que implica, con el propósito de lograr ventajas en términos de la hegemonía mundial.

Al mismo tiempo, está también presente la cuestión política, cuando se ha dado entrada de manera casi masiva a los antiguos países socialistas, como forma de evitar un retorno al régimen anterior.

Este ha sido, sin dudas, un importante obstáculo, sobre todo en el caso de los miembros de la Eurozona, que se ven muy limitados para la adopción de medidas que permitan enfrentar lo mejor posible los desequilibrios que se han ido presentando, sobre todo cuando los mismos se presentan en casos aislados, los conocidos “choques asimétricos”. Recuérdese que una de las aristas más importantes de la política económica es la de carácter monetario y esa tiene un carácter único y se aplica para todos por parte del Banco Central Europeo (BCE). Por su parte, la existencia de la moneda única limita también en gran medida las acciones individuales que pudieran ser aplicadas, quedando a disposición de las autoridades nacionales sólo la política fiscal, aunque con limitaciones debido a la existencia del Pacto de Estabilidad y los Indicadores de Convergencia, que establecen normas estrictas en este sentido.

Ello a su vez explica, el crecimiento que ha tenido lugar en los déficits fiscales, cuando en muchos casos ha sido necesario incrementar los gastos gubernamentales como instrumento de estímulo económico, sin que los mismos se hayan visto compensados por aumentos de los ingresos vía impuestos, por su carácter particularmente recesivo.

En estrecha relación con lo anterior, otro elemento que está presente se refiere a los problemas demográficos que se enfrentan, lo que pudiera señalarse como una seria dificultad de la estructura económica europea, en estrecha relación con el envejecimiento de la población y los costos que ello entraña.

Se calcula que, en promedio 1 de cada 5 personas es mayor de 65 años, mientras que el crecimiento poblacional en el área está basado principalmente en la inmigración, cuya política está siendo objeto de reanálisis e importantes restricciones en estos momentos, de acuerdo a los problemas migratorios mundiales. Se calcula que la población de la tercera edad aumente entre 2010 y 2050 en un 77%, por lo que se trata de una situación a la que debe darse respuesta de la mejor manera posible. (CNN, 2018) (Ver Gráfico 2)

Esta tendencia se explica sobre todo por el aumento que ha tenido lugar en la Esperanza de Vida, cercana ya a los 80 años, mientras que las tasas de natalidad apenas crecen o se reducen¹²⁵ y la población joven que debe contribuir al mantenimiento de las personas de la tercera edad, disminuye también en términos proporcionales, dado el fenómeno del

¹²⁵ En la actualidad Europa muestra un crecimiento poblacional natural (nacimientos-defunciones) negativo.

desempleo juvenil, el alargamiento de los períodos de estudio¹²⁶ y la aparición del llamado fenómeno NINI.¹²⁷

Esta realidad agrega presión sobre el presupuesto estatal, en tanto, se incrementan los gastos por seguridad social y jubilaciones, mientras que los aportes que financian tales gastos tienden a disminuir, lo que explica las causas del aumento de la edad de retiro en casi todo el mundo¹²⁸ y el cambio en las reglas de la conformación de los retiros, pues los abonos se dividen entre el propio trabajador, la empresa donde labora y el estado, en la mayoría de los casos.

Aquí se puede apreciar otra importante causa de los desajustes fiscales, aunque no es ni con mucho la más significativa.

Gráfico 2
Incremento en el peso de la población de 65 años o más 2007-2017



Fuente: Eurostat, 2018

Por otra parte, debe tenerse cuenta cómo muchos países están sufriendo una importante pérdida de competitividad, directamente vinculado a la relocalización de industrias en territorios con más bajos salarios, situación que erróneamente se adjudica a los reducidos que aún quedan del llamado “estado bienestar”, que supuestamente agrega costos a las empresas por prestaciones y otros apoyos.

También resulta necesario mencionar el complejo tema de las migraciones, cuando se trata de un área de entradas netas de personas y donde se están haciendo diversos esfuerzos para homologar las políticas a nivel europeo, sin considerar las enormes diferencias que sobre todo en el plano económico, no sólo subsisten, sino que se han incrementado, más allá de todas las limitaciones que muestra la política migratoria en la mayoría de los casos. Ello impone tensiones adicionales al bloque.

¹²⁶ Cuando se incluyen también, dados los requerimientos del mercado de trabajo, los estudios de maestría y doctorado.

¹²⁷ Se trata de jóvenes que se mantienen viviendo con los padres y ni estudian ni trabajan.

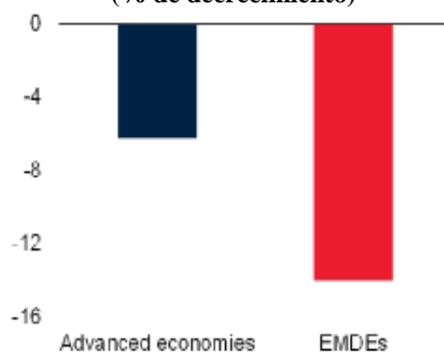
¹²⁸ En estos momentos se discute en Alemania incrementar la edad de jubilación a 69 años.

Por último, complicando aún más la situación, también están presentes diversos problemas geopolíticos y sociales, destacándose la inconformidad de la población europea cuando los resultados económicos y sociales no resultan satisfactorios, provocando disturbios de mayor o menor escala, con sus correspondientes consecuencias, además de un creciente pesimismo acerca del euro-modelo. El caso de la salida de Reino Unido de la UE es quizás el ejemplo más claro en este sentido.

Es obvio que mientras las cosas marchan bien, se generalizan las opiniones favorables, lo contrario sucede si comienzan a manifestarse problemas, sobre todo los que afectan de una manera u otra a la mayor parte de la población. A lo largo del presente trabajo pretendemos también dar respuesta a la veracidad de las opiniones de los euro escépticos.

Por otra parte, la influencia externa del creciente proteccionismo mundial, proveniente sobre todo de Estados Unidos, impone presiones adicionales sobre los mercados del área, considerando además que el modelo económico de muchos miembros, como Alemania, se basa en buena medida en exportaciones boyantes. Las proyecciones de los efectos de esta peligrosa tendencia pueden constatararse en el siguiente Gráfico 3.

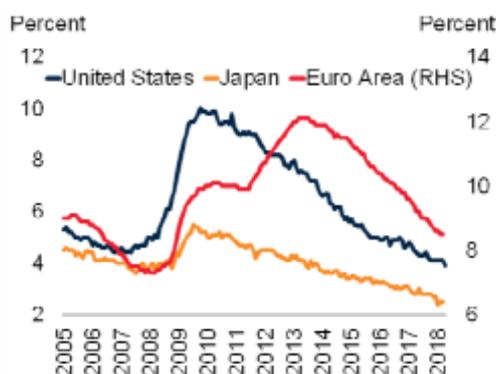
Gráfico 3
Impacto en el Comercio Mundial del incremento de los aranceles. Proyecciones 2020
(% de decrecimiento)



Fuente: World Bank, 2018. Pág. 6

Por su parte la cuestión del desempleo ha sido desde hace años uno de los problemas más serios que ha enfrentado Europa, asociado, entre otros factores a los propios problemas estructurales ya mencionados, pero también se destaca la actual tendencia a la robotización con todas sus implicaciones, principalmente desde el punto de vista de la reducción de manera sostenida de los puestos de trabajo existentes. (Ver Gráfico 4)

Gráfico 4
Tasas de Desempleo Comparativas. Países Desarrollados



Nota: RHS: Right Hand Side (Eje derecho): Trabajadores legales
 Fuente: World Bank, 2018. Pág. 7

Nótese que el desempleo en la región objeto de estudio se torna comparativamente más grave que en las restantes naciones desarrolladas, por lo que desde hace tiempo se hace mención a cómo el fenómeno adopta cada vez más la condición de desempleo estructural, producto de los mismos problemas que están siendo objeto de análisis y que se entrelazan entre sí, produciendo un círculo vicioso que enrarece de manera creciente la realidad económica y social del área.

La situación por países por supuesto varía, sobresaliendo el caso de Grecia, España e Italia, con los peores indicadores, tal como se puede constatar en el Cuadro 2.

En estos casos más críticos puede apreciarse cómo se trata, en general, de los países con mayores problemas y menor desarrollo relativo, más especializados en actividades del sector secundario, en franco deterioro en el mundo de hoy.

Sin embargo, también es un fenómeno que está presente en naciones más avanzadas como Suecia y Finlandia, en buena medida asociado al carácter de su especialización productiva. Como contraste, sobresalen Alemania y el Reino Unido, entre los indicadores más bajos, expresando la prevalencia de actividades productivas y de servicios más vinculadas a la sociedad del conocimiento.

Se destaca, asimismo, la República Checa con el menor desempleo absoluto de la región, Polonia, Malta, Hungría y Rumania, que muestran resultados favorables, lo que pudiera explicarse a través de la creación de empleos producto de los flujos de inversión extranjera directa y también, quizás de ciertos reductos del sistema anterior, con excepción de Malta, país en extremo pequeño y con una diversa actividad económica.

No obstante, los resultados generales de la Eurozona son bastante desalentadores, lo que, sin dudas, redundaría en limitaciones importantes para instrumentar políticas económicas, que, como en el caso de la política monetaria, son comunes a todos los miembros y es difícil tratar situaciones particulares de algunos estados miembros.

Cuadro 2
Unión Europea. Tasas de Desempleo por Países. 2019.
(% respecto a la Población Económicamente Activa)¹²⁹

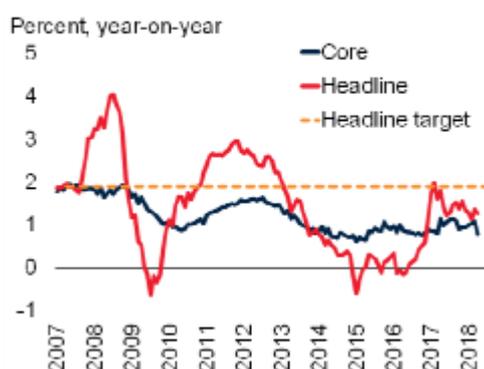
País	Tasa de Desempleo
Alemania	3,1
Austria	4,5
Bélgica	5,5
Bulgaria	4,0
Chipre	6,8
Croacia	6,9
Dinamarca	5,0
Eslovaquia	5,5
Eslovenia	4,2
España	13,8
Estonia	4,2
Finlandia	6,8
Francia	8,5
Grecia	17,0
Holanda	3,5
Hungría	3,4
Irlanda	5,3
Italia	9,5
Letonia	6,4
Lituania	6,6
Luxemburgo	5,7
Malta	3,3
Polonia	3,3
Portugal	6,2
Reino Unido	3,9
República Checa	2,0
Rumania	3,8
Suecia	7,4
Zona Euro	7,4

Fuente: El País, 2019a

Respecto a los **precios**, se puede apreciar una relativa inestabilidad en los últimos diez años, lo que puede ser analizado mediante el Gráfico 5. Nótese que desde 2013 este indicador se mantiene por debajo del objetivo trazado para la Unión Económica y Monetaria (UEM) de un crecimiento anual no mayor del 2%, después de una significativa deflación que se vivió en el contexto de la crisis.

¹²⁹ En muchas ocasiones la Tasa de Desempleo se mide con relación al número de personas que solicitan oficialmente empleo, con lo que la cifra se distorsiona respecto a la realidad.

Gráfico 5
Eurozona: Inflación Básica y Subyacente (% de variación anual)



Fuente: World Bank, 2018. Pág. 16

Recuérdese que la deflación es un fenómeno aún más peligroso que la inflación, dado el desestimulo que provoca, tanto desde el punto de vista del consumo, la inversión y la producción. Es por ello que las autoridades europeas insisten mucho en que el indicador de convergencia¹³⁰ o la meta de política monetaria establecida por el BCE, en un crecimiento anual de los precios no superior al 2%, se cumpla adecuadamente, es decir, que el nivel de precios no supere la meta, pero esté cerca del objetivo.

Si bien las proyecciones indican que los precios aumentarán, aunque a partir de los niveles anteriores, particularmente bajos, se espera que el incremento relativo de los precios del petróleo y su particular inestabilidad, así como un mayor proteccionismo mundial, entre otros factores, incidan en la región, como lo ocurrido en el mes de abril del presente año 2019, cuando la inflación creció al 1.7%, su mayor nivel desde el año anterior, (Finanzas.com, 2019a)

Téngase en cuenta, que como contraste, la inflación subyacente¹³¹ se mantuvo relativamente estable, con tendencia a la disminución, aunque en el mes de abril se produjo un aumento del 1,2%, muy asociado al incremento que tuvo lugar en el precio de los servicios. (Finanzas, com. 2019a)

En general, el peligro de deflación parece haberse contenido, pero continúa siendo un riesgo importante, que como es conocido, desestimula de manera adicional la actividad económica. Su evolución futura depende en buena medida de las políticas económicas que se apliquen en función de la situación de la economía internacional y sus tendencias.

Esta realidad, junto con la ralentización de la actividad económica es lo que explica, que no se hayan incrementado las tasas de interés, independientemente de las conveniencias de

¹³⁰ Se refiere a uno de los cinco índices establecidos como condición para que los países pudieran incorporarse a la Eurozona, conocidos como Indicadores de Convergencia, referidos al nivel de inflación, las tasas de interés, el déficit y la deuda pública, así como la estabilidad de las tasas de cambio.

¹³¹ Se refiere al incremento de los precios correspondiente a los productos más estables y que, por lo tanto, indican en buena medida la esencia del comportamiento de los mismos.

los mercados financieros y, sobre todo, de la UE, con el propósito de reducir la brecha respecto a EEUU, evitando así la salida de capitales a través del Atlántico.

La situación anteriormente descrita se expresa con claridad en las tendencias del euro, sobre todo en su correlación con el dólar norteamericano, en tanto las dos divisas más importantes del mundo de hoy.

Recordemos que, en sus inicios, en 2002 el surgimiento de la nueva moneda fue considerado un suceso de gran interés, pues, de hecho, ha puesto en tela de juicio la hegemonía del dólar, sobre la base del cual se había erigido el Sistema Monetario Internacional de postguerra, permitiendo además la reducción del riesgo mundial en sus diferentes operaciones y la composición de las reservas internacionales.

El caso de Cuba, impedida por el bloqueo estadounidense, de usar dólares en sus operaciones internacionales, constituye un ejemplo de hasta qué punto la aparición de la moneda europea resultó beneficiosa, en sentido general, pues el país sufría pérdidas enormes como resultado de la diferencia entre la moneda de valoración de estas operaciones y la realización del pago en otras divisas.

Resulta obvio que la evolución de las monedas expresa la correlación existente entre dos economías en sus diferentes comportamientos e indicadores, lo que puede observarse en el siguiente gráfico 6. Es por ello que, más allá de los problemas que también enfrenta la economía norteamericana, sus resultados son, en general, mejores que los europeos, considerando además que el euro refleja, en mayor o menor medida, la realidad de todos los países de la Eurozona.

Grafico 6
Evolución de las tasas de cambio euro-dólar.
Noviembre 2018-23 octubre 2019

23 Oct 2018 00:00 UTC - 23 Oct 2019 13:18 UTC EUR/USD close:1.11225 low:1.08838 high:1.15536



Fuente: Finanzas.com, 2019b

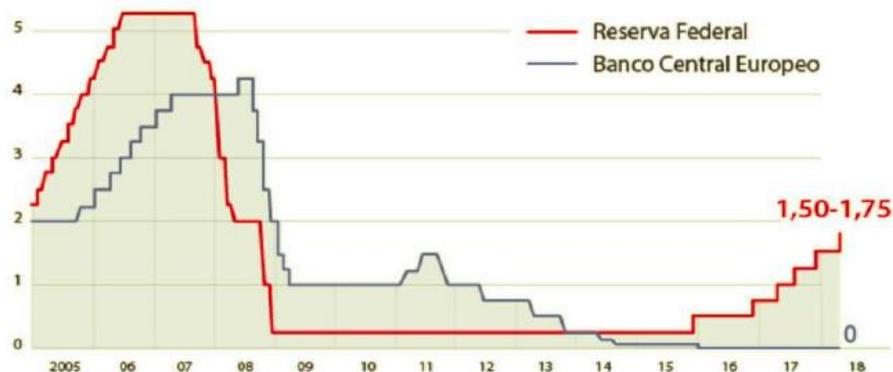
De esta forma, la divisa europea ha estado depreciándose a lo largo del actual año 2019 al pasar de 1,154 USD al actual 1,1230 (Finanzas.com, 2019b)

Después del desplome del 4,6% en 2018, la divisa de la Eurozona ha venido sufriendo una tendencia a la baja, recuperándose ligeramente a finales del período analizado, para después volver a caer a niveles mucho más bajos que los mostrados el año anterior. (Finanzas.com, 2019b)

La mayor parte de los especialistas atribuyen este comportamiento a la fortaleza de la moneda estadounidense, en función de las reformas acometidas, sobre todo en términos de política fiscal, así como de cifras mucho más alentadoras de crecimiento económico, entre otros factores, como es la reducción impositiva de 2017 y la inyección monetaria que ha tenido lugar.

Sin embargo, es importante tener en cuenta también la incertidumbre existente sobre todo en la Eurozona y la UE en general, dados los problemas estructurales y coyunturales que se enfrentan y el entorno internacional poco favorable para un mejoramiento de la demanda externa en función del proteccionismo prevaleciente y la baja competitividad relativa de la industria europea a pesar del impulso que representa la depreciación del euro.

Gráfico 7
Comparativo de Tipos de Interés EEUU y Eurozona



Fuente: Lucas Millán, 2019. Pág. 48

El tema del Brexit¹³² añade preocupación a este panorama, aunque los más optimistas ven posibilidades de un restablecimiento de la confianza en caso de que los indicadores mejoren y el Banco Central Europeo (BCE) aumente las tasas de interés de modo de reducir la brecha de rendimientos existente sobre todo respecto a EEUU, como puede comprobarse en el Gráfico 7.

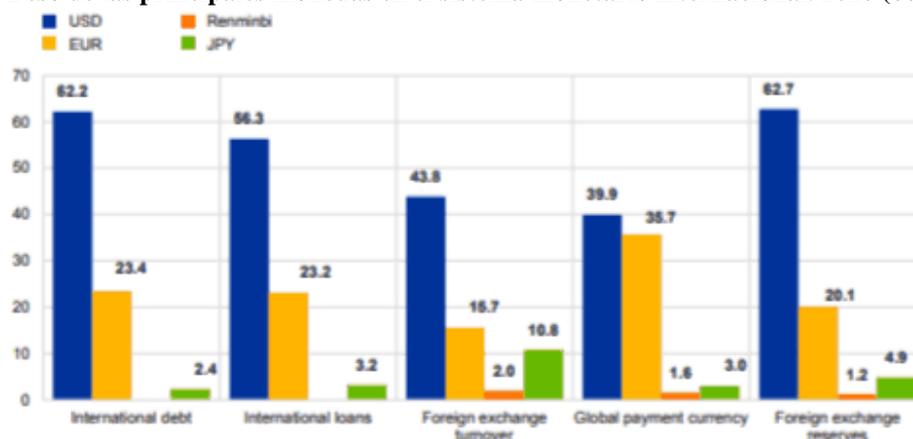
Ello dependerá, obviamente de la “salud” de la economía europea, pero parece muy difícil en un clima de baja inflación, con precios bastante por debajo del indicador meta y una economía que no acaba de prosperar.

¹³² Obviamente, el Brexit afecta básicamente a la libra esterlina, en tanto el Reino Unido pertenece a la UE, pero no a la Eurozona. Se calcula que desde la realización del referéndum el 23 de junio de 2016, esta divisa, de gran importancia mundial ha caído de 1,4878 USD a 1,2670, lo que representa una caída de aproximadamente un 15%, pero también influye, como elemento adicional en el comportamiento de la moneda europea. (Finanzas.com, 2019c)

Otro elemento importante a considerar es cómo el euro a pesar de su juventud, ha devenido desde hace tiempo como la segunda moneda de importancia mundial, tal como se observa en el Gráfico 8.

Ahora bien, más allá del supuesto éxito de esta divisa, hay que considerar que la misma ha sido capaz de dar una respuesta relativa a las deficiencias y la inestabilidad del dólar norteamericano a nivel mundial, reduciendo el altísimo nivel de dependencia de la economía mundial respecto a la divisa estadounidense, al tiempo que ha servido de refugio ante problemas políticos con relación a este país. En otras palabras, podría decirse que el rápido avance de la moneda europea se debe sobre todo a los propios problemas inherentes al dólar y que ha logrado posicionarse incluso por encima de monedas mucho más tradicionales, como la libra esterlina, considerando quizás las esperanzas que generó sobre todo en sus inicios, entre otras razones, por representar a un grupo importante de naciones del Viejo Continente.

Gráfico 8
Peso de las principales monedas en el sistema monetario internacional. 2018 (%)



Fuente: Martínez Campusano, 2018

En términos perspectivas, la economía de la Eurozona comenzó el actual año 2019 con ciertos signos de mejoramiento de su situación económica, principalmente en el primer trimestre, en tanto se hablaba de manera reiterada en las publicaciones más optimistas de un crecimiento generalizado en la mayor parte de los países con relación a los tres meses anteriores.

Sin embargo, si se considera que este indicador alcanzó sólo el 0,4% para todo el grupo, resulta obvio que más bien se puede hacer referencia a un estancamiento económico, aunque se lograran cifras positivas. Lo mismo ocurrió en la UE en su conjunto, en tanto los resultados fueron del orden del 0,5%.

En ambos procesos, las cifras mejoraron con relación al período anterior, pero de una manera muy exigua.¹³³ Los países que mostraron mejores resultados fueron Hungría

¹³³ Tanto en un caso como en el otro, se produjo también un pequeño crecimiento desde el punto de vista interanual, del orden del 1,2 y del 1,5% respectivamente.

(1,5%), Polonia (1,4%), Rumania (1,3%), España (0,7%), Alemania (0,4%), Francia (0,3%) e Italia (0,2%). Por su parte, Letonia mostró las peores cifras con un decrecimiento económico del orden del 0,03%. Como se podrá apreciar lo ocurrido en este período fue básicamente una ligera recuperación después de la crisis, pero con resultados que están muy lejos de ser aceptables. (El País, 2019b)

Paralelamente, los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo reunidos en abril del presente año para analizar la situación económica de los países miembros llegaron a la conclusión de reducir las proyecciones de crecimiento para 2019, planteando que como conjunto sólo crecerá en un 1.1%, mientras que se vaticina que en 2020 alcanzará sólo el 1,6%, con lo que se mantiene la tendencia al lento crecimiento económico.

Según los analistas los principales elementos considerados han estado asociados a la persistencia de incertidumbres vinculadas a la guerra comercial que vive el mundo en la actualidad, el fenómeno Brexit y la vulnerabilidad que se puede apreciar en los mercados emergentes y también a la incertidumbre financiera, (Europa Press, 2019).

En general, de acuerdo a los principales indicadores analizados, se puede apreciar cómo la base económica europea enfrenta serios problemas, la mayoría de los cuales tienen un carácter estructural, lo que se traduce en la necesidad de cambios importantes en el mediano y largo plazo, ya sea en las políticas económicas nacionales, como en los propios mecanismos integracionistas, aunque, por supuesto, también están presentes fenómenos de carácter coyuntural.

En síntesis, puede señalarse cómo, la Unión Europea y dentro de ella, la Eurozona, se enfrentan a un elevado nivel de incertidumbre, la cual de hecho caracteriza a la economía mundial, en general, pero se acrecienta por todas las razones antes expuestas en este caso en particular, lo cual limita en buena medida la acción de los mercados.

No puede obviarse en este sentido las consecuencias de la instrumentación de medidas neoliberales y programas de ajuste, los cuales han agravado los desequilibrios existentes y empeorado la situación de sectores importantes de la sociedad de la región.

Ello se expresa también en la vulnerabilidad del Viejo Continente a los choques externos, con lo que se pone en duda su posición en términos de hegemonía mundial, incluyendo también su peso en el proceso internacional de toma de decisiones económicas y consideraciones geopolíticas.

LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA

Si bien cuando se hace referencia al evento financiero que ha caracterizado a Europa en los últimos tiempos, sobresale, sin duda alguna la crisis de deuda soberana, no puede olvidarse que la misma es, en última instancia el resultado de la confluencia de un conjunto de hechos que han resultado muy particulares para estas economías, sobre todo en algunas situaciones más críticas como la de Grecia.

Pudiera plantearse de modo sintético que la Unión Europea ha transitado por dos momentos especialmente difíciles, la “importación” de la crisis hipotecaria norteamericana como resultado de su rápida internacionalización, que a su vez se vio acrecentada por la crisis coyuntural y, sobre todo, estructural, que ha caracterizado a la mayoría de los países del Viejo Continente en los últimos tiempos y por las crecientes irregularidades y desequilibrios de los mercados financieros.

En última instancia, los fenómenos de la desregulación y el desarrollo ilimitado de la especulación, constituyen la esencia de estos fenómenos, muy asociados a los preceptos neoliberales, aplicados en toda su dimensión en el sector financiero, actividad que ha devenido prácticamente en el motor más importante y dominante en el complejo mundo de hoy, alejándose cada vez más de la llamada economía real, con todos los peligros que ello entraña.

A esta compleja situación se unió el uso excesivo de los recursos de los respectivos presupuestos gubernamentales como parte de los instrumentos de política fiscal disponibles, algunos consustanciales a la difícil situación creada, en términos, por ejemplo, del incremento de los gastos por seguro del desempleo, al tiempo que la propia crisis económica prácticamente obligó a la emisión de títulos de deuda por parte de muchos gobiernos, deudas, que a su vez apenas tenían condiciones para atender en el corto y mediano plazo.

Más allá del excesivo nivel de gastos de muchos gobiernos, se puso de manifiesto también una disminución de los ingresos, en relación directa con las consecuencias de la recesión, como, por ejemplo, la reducción del consumo de la población, mientras que también se usaron diversas medidas keynesianas de incremento del gasto y rescates bancarios, como vía para tratar de estimular la economía.

Al mismo tiempo, hay que considerar que los gobiernos de los países de la Eurozona disponen sólo de la política fiscal como política económica capaz de dar respuesta a los diferentes requerimientos derivados de los desequilibrios económicos que se presenten, y enfrentar así los llamados “choques asimétricos,” en tanto la política monetaria es común y es responsabilidad del Banco Central Europeo, según los preceptos de la Unión Económica y Monetaria (UEM)¹³⁴

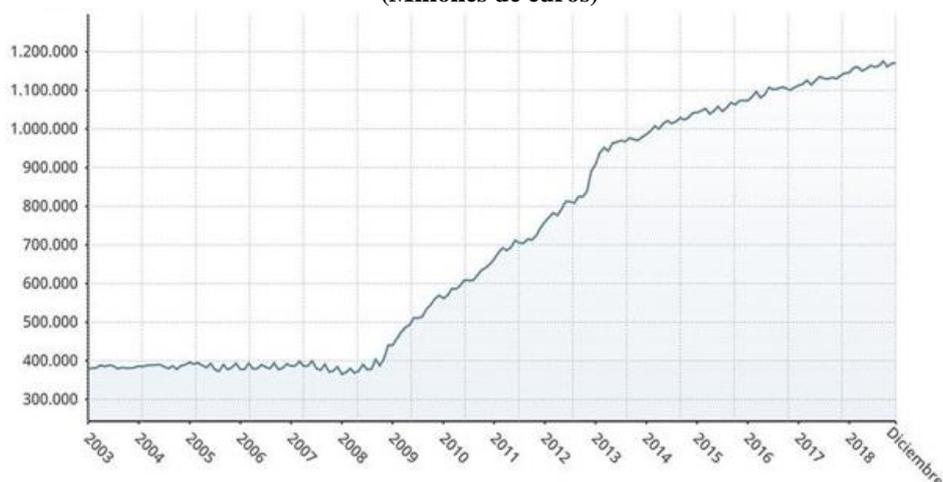
De esta forma, se fueron generando crecientes déficits presupuestarios, los cuales fueron financiados con deuda, que fue creciendo de manera exponencial hasta alcanzar niveles insostenibles, agravada a su vez por el incremento de las tasas de interés y las primas de riesgo, disparadas por la gravedad de la situación.

¹³⁴ La Unión Económica y Monetaria establecida como paso superior del proceso integracionista y que entró en vigor en el año 2002 después del desarrollo de diferentes fases preparatorias, considera el establecimiento del Banco Central Europeo (BCE) y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), integrado también por los Bancos Centrales Nacionales de los miembros, entidad responsable del diseño de la Política Monetaria Común y de la emisión del euro, como la divisa única del área. En la actualidad la integran 17 países dentro del conjunto de los 28 miembros de la Unión Europea.

Esta realidad, su evolución y las diferencias entre países se pueden apreciar en el siguiente Gráfico 9 y el Cuadro 3.

Como puede observarse en el gráfico, la deuda pública europea creció de manera exponencial, lo que estuvo muy asociado al estallido de la crisis y a los gastos a ello asociados, aunque, en muchos casos, se hizo un uso indiscriminado del dinero.

Gráfico 9
Evolución Mensual de la Deuda Pública en Europa
(Millones de euros)



Fuente: Europa Press, 2018

Cuadro 3
Eurozona: Indicadores de Deuda Soberana (marzo, 2019)

País	Deuda Total (M €)	Deuda (%/PIB)	Déficit Fiscal (% PIB)
Alemania	2 063 172	60,90	1,70
Austria	284 758	73,80	0,10
Bélgica	459 651	102,00	-0,70
Chipre	21 258	102,50	-4,80
Eslovaquia	44 145	48,90	-0,70
Eslovenia	32 232	70,10	0,70
España	1 173 303	97,60	-2,54
Estonia	2 152	8,40	-0,60
Finlandia	137 545	58,90	-0,80
Francia	2 315 298	98,40	-2,50
Grecia	334 573	181,10	1,10
Holanda	405 428	52,40	1,50
Irlanda	206 214	64,80	0
Italia	2 321 957	132,20	-2,10
Letonia	10 608	35,90	-1,00
Lituania	15 417	34,20	0,70
Luxemburgo	12 587	21,40	2,40
Malta	5 665	46,00	2,00
Portugal	244 906	121,50	-0,50
Zona Euro	10 090 067	87,44	

Fuente: El País, 2019c

Téngase en cuenta, además, que entre los llamados indicadores de convergencia que se establecieron como prerequisite para ingresar a la Eurozona se encuentran los relacionados con los déficits fiscales, los cuales no deberán superar el 3% del PIB y la deuda pública que no debe exceder al 60% de este mismo indicador. Ello también está considerado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico, donde además se prevé la posibilidad de aplicar multas u otros castigos a los incumplidores

Si bien, los déficits, que en buena medida fueron los causantes de la crisis y la actual situación, no constituyen en sí mismos un gran problema en la actualidad, “gracias” a los programas de rescate, ajuste y recortes aplicados según las recetas neoliberales del Fondo Monetario Internacional (FMI), aunque con un enorme costo social y político, la deuda, sin embargo, si constituye uno de los desajustes más graves a los cuales debe darse respuesta.

En el Cuadro 3 puede apreciarse cómo incluso el promedio del conjunto del grupo supera la meta establecida del 60%, destacándose sobre todo el caso de Grecia, en primer lugar, de Italia y de Portugal, cuyas deudas aún en la actualidad, superan su PIB.

La pregunta que se impone es, ¿De qué forma estos países podrán hacer frente a sus obligaciones contando con sus propios recursos? Es evidente que requieren de ayuda externa, pero también sería necesario cuestionarse a qué costo.

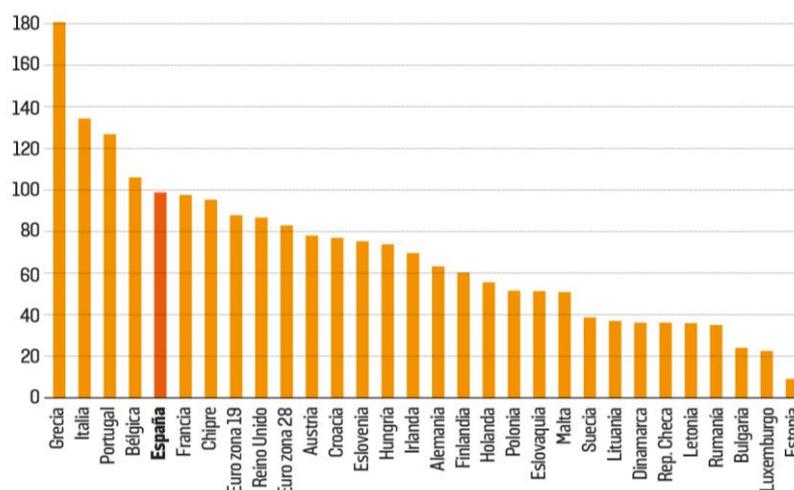
Al mismo tiempo, la llamada “solidaridad” comunitaria y los programas donde participa el BCE y gobiernos como el alemán, tienen sus límites, aunque, por otra parte, se ha tratado en todo momento de salvaguardar el euro, lo que ha llevado a la realización de ciertas concesiones, las cuales, a su vez, tampoco son perpetuas, por razones obvias. ¿Qué podrán hacer estos países de manera independiente, considerando que ya se ha llevado a la población a límites prácticamente inhumanos? La respuesta no puede encontrarse en nuevos ajustes y/o la instrumentación de nuevas medidas antipopulares. Será necesario hacer cambios sustanciales que den adecuada respuesta al verdadero origen de los problemas que se enfrentan.

Se puede constatar a través del análisis de esta situación cómo la mayor parte de los miembros de la Eurozona muestran no sólo niveles absolutos de deuda, sino lo más importante, la capacidad de pago, medida a través de la correlación entre la deuda de los diferentes gobiernos y la producción de bienes y servicios, se hace prácticamente insostenible, sobre todo en algunos casos como los de Grecia, Italia, Portugal, Chipre y Bélgica, los cuales muestran niveles superiores a sus respectivos PIB, evidenciándose así la gravedad de los desequilibrios existentes, los serios problemas que se enfrentan y los riesgos que deben asumir para dar al menos una mínima respuesta a los mismos.

Lo más grave de todo, se evidencia claramente la incapacidad de pago en el corto plazo, que era la particularidad de una buena parte de las obligaciones contraídas.

Esta realidad se aprecia también mediante el siguiente gráfico.

Gráfico 10
Unión Europea: Nivel de deuda Pública respecto al PIB. 2018 (%)



Fuente: Europa Press, 2018

Por otra parte, las principales expresiones de los orígenes de la crisis pueden apreciarse en el siguiente Cuadro (4), que sintetiza los problemas enfrentados y las medidas aplicadas frente a los mismos. Al respecto pudiera citarse a modo de otro ejemplo cómo durante el período de gestación de la crisis, el BCE otorgó préstamos astronómicos al sistema bancario del área, ascendentes a 442.24 miles de millones de euros a finales del primer semestre del año 2009.¹³⁵

Cuadro 4
Principales manifestaciones de los orígenes de la crisis de deuda soberana en la Eurozona

Fecha	Crisis Soberana Europea
05-Nov-09	° Se anuncia que el déficit fiscal en Grecia será de 12.7%.
27-Abr-10	° S&P's califica deuda de Grecia como Junk. Duda sobre PIIGS.
02-May-10	° Paquete de rescate a Grecia de la UE y el FMI por €110MM.
10-May-10	° La UE y el FMI asignan un paquete de €750MM. Para inyectar liquidez a los mercados.
18-May-10	° Alemania prohíbe las ventas en corto.
13-May-10	° Gobiernos de la UE aseguran que sus déficits disminuirán.
Mayo y Junio	° Los congresos aprueban los paquetes de austeridad.
Mayo y Junio	° Cambios políticos en Alemania e Inglaterra (David Cameron).
Jun-10	° Refinanciamiento de las deudas soberanas a mayor plazo.
	° Los gobiernos europeos acuerdan realizar pruebas de estrés para los bancos de la región. Los resultados son publicados en julio.
Nov-10	° La UE aprueba un paquete de €85 MM para rescatar a Irlanda, se incrementa el temor sobre un contagio a otros países de la zona.
Ene-11	° Subastas exitosas de España y Portugal calman temores sobre posible necesidad de rescate, los gobiernos de China y Japón dan su respaldo comprometiéndose a adquirir deuda europea.

Fuente: BBC News, 28 febrero, 2011

Como puede observarse, la crisis comenzó en Grecia, el país que pudiera catalogarse como el de mayores problemas estructurales del área, con una situación crítica sobre todo para dar respuesta a sus obligaciones a corto plazo, lo que implicó una rápida respuesta principalmente de las autoridades monetarias y algunos gobiernos europeos ante el temor

¹³⁵ BBC News. "Record lending to Eurozone Banks". 24 junio, 2009

de que se produjera un efecto dominó al interior de la UEM, principalmente en los llamados PIIGS.

Se destaca al respecto cómo en el mes de abril de 2011 se produce la solicitud de rescate por parte de Portugal, acompañada de una crisis política y social bastante generalizada¹³⁶, directamente asociada a los férreos programas de ajuste implementados en la mayor parte de las naciones europeas, el agravamiento de la crisis italiana y un nuevo rescate para Grecia a inicios de la segunda década del nuevo milenio.¹³⁷

Además de los problemas económicos de carácter coyuntural y estructural ya analizados en el epígrafe II, en el caso de la Eurozona están presentes otras situaciones que complican aún más la realidad, básicamente el propio diseño, concepción e instrumentación de la Unión Económica y Monetaria. En particular se destacan los siguientes aspectos:

- **Las bases en que se sustentan los Criterios de Convergencia**, como requisitos que debían ser cumplidos para integrar la Zona, según los cuales debían acercarse los indicadores de inflación, tasas de interés, déficit público, deuda pública entre los distintos países y mantener sus tasas de cambio estables, dentro de un determinado rango preestablecido. Es así que surge una primera interrogante: ¿Es posible crear sobre estas bases una verdadera unión, tanto desde el punto de vista económico como monetario? La respuesta es negativa, pues existen enormes diferencias de base entre los distintos países, sobre todo de carácter económico, al tiempo que los propósitos enfatizan sobre todo en los aspectos monetarios, con lo que se limita el alcance y también la operatividad de la UEM, naciendo así este importante y significativo intento integracionista con una notable debilidad inicial. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico para apoyar a los países y regiones más débiles tampoco ha traído grandes resultados, dadas las enormes diferencias existentes entre los miembros, como, por ejemplo, los casos de Alemania y Grecia. Resulta obvio, al mismo tiempo que se trataba de metas que podían ser alcanzadas con relativa facilidad y rapidez a través de políticas económicas encaminadas en esa dirección, que en muchos casos –sobre todo de las naciones de menor desarrollo relativo- resultaron bastante costosas en términos económicos y sociales. Para la UE era muy importante el ahorro efectivo que representaba en todos los órdenes la existencia de una moneda común y con ello, la eliminación del riesgo de cambio, de modo de impulsar el crecimiento enlentecido de la región y de garantizar el funcionamiento del mercado unificado. Al mismo tiempo, se lanzaban señales a los agentes económicos y al mundo de la solidez alcanzada por la integración, cumpliendo cabalmente y en tiempo sus compromisos, lo cual hubiese sido prácticamente imposible si se hubiesen seleccionado otros indicadores. En última

¹³⁶ Entre los muchos ejemplos que pueden señalarse de la crisis política europea, sobresalen además de las protestas y huelgas generalizadas como respuesta al empeoramiento de la situación y a los nocivos efectos de las políticas de ajuste aplicadas, la renuncia del entonces Primer Ministro inglés Gordon Brown, quien fue sustituido por el conservador David Cameron en mayo de 2010, la dimisión del Primer Ministro portugués, José Sócrates el 23 de marzo de 2011 y los conflictos de gobernabilidad en Bélgica.

¹³⁷ El rescate ascendió a aproximadamente a 115 mil millones de euros según datos oficiales del gobierno griego.

instancia todo ello tiene que ver con las particularidades propias del proyecto comunitario, que diseña su lucha por la hegemonía mundial a través de la integración, presidido por los intereses alemanes, sobre todo.

- ¿Resultará adecuada esta selección de indicadores, si, como se señaló el objetivo era **acercar paulatinamente las economías** que se integraban en una zona monetaria única? La respuesta en este caso también es NO, en tanto los referentes seleccionados no se encaminan al logro de una real, efectiva y creciente convergencia entre los países, sino a una ligera aproximación de algunos de sus comportamientos monetarios. Hubiese sido necesario incluir, por ejemplo, cuestiones relacionadas con las tasas de desempleo, los niveles salariales o el Producto Interno Bruto per cápita, si se pretendía un acercamiento real y no nominal entre las economías participantes, considerando además que ello deviene en importante condición para el adecuado desempeño de la Unión Monetaria. Sin embargo, el factor tiempo y los intereses que estaban presentes limitaron el alcance del diseño de la UEM.
- **Tampoco se logró convergencia en términos impositivos**, sobre todo respecto a los impuestos indirectos, pues, aunque se armonizó la utilización del Impuesto sobre el Valor Agregado (IVA), existen enormes diferencias en cuanto a los niveles aplicados, reflejando a su vez, las disparidades en los niveles de desarrollo.
- Al tomar la decisión de los países que se integrarían inicialmente a la UEM, las autoridades europeas **hicieron importantes concesiones** y en la práctica, flexibilizaron demasiado las exigencias respecto al cumplimiento de los criterios establecidos, en tanto países como Alemania y Bélgica no cumplían, por ejemplo, con el límite establecido respecto al déficit público y se aprobó su ingreso sobre la base del principio “que estaban realizando esfuerzos importantes en esa dirección”. Por supuesto, que era impensable iniciar un proyecto de esta envergadura sin incluir a Alemania, en tanto locomotora europea y a naciones tan relevantes en la historia europea como Bélgica, país fundador de la misma. Es necesario considerar que el proyecto de la moneda única tuvo un objetivo fundamentalmente político, de atracción al redil europeo a la mayor cantidad posible de países y de obtener ventajas en la lucha por la hegemonía, sobre todo frente a EEUU.
- Si bien el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE) establecía claramente las normas y reglas para mantener la disciplina fiscal bajo control, en concordancia con los criterios de convergencia- el déficit fiscal y la deuda pública, **tales límites no sólo se transgredieron** de manera significativa, sobre todo a partir de la crisis de 2009, sino que incluso se considera fueron manipulados estadísticamente o no informados adecuadamente por algunos países como Grecia para evitar las sanciones correspondientes. La política de supervisión preventiva comunitaria resultó ser prácticamente inexistente.
- En la práctica, todo indica que la **incorporación de nuevos miembros a la UEM fue demasiado apresurada**, desde el ingreso de Grecia en el año 2001, hasta la última incorporación, la de Lituania en 2015. Parece obvio que se pretendía sobre todo continuar apuntalando a la UEM y ofrecer a los mercados y al mundo una imagen de

buen desempeño y de aceptación que estaba muy lejos de ser alcanzado, en tanto las condiciones no estaban necesariamente creadas.

- Para ayudar a los países en problemas, fue necesario acudir a diversos subterfugios jurídicos, pues el Tratado de la Unión Europea **prohibía el rescate o “baill-out”** de los miembros de la Eurozona, salvo que se tratara de casos muy excepcionales. Hay que considerar las implicaciones que tiene tal acción a los efectos de la credibilidad del establecimiento y funcionamiento de la UEM, provocando además dudas en la población y muchos agentes económicos e incluso de algunos gobiernos acerca de la pertinencia de tal destino de los recursos comunitarios, ante la supuesta irresponsabilidad de los gobiernos en dificultades. De hecho, se aplicaron en la práctica muchas excepciones, en tanto fue imprescindible hacerlo en varias en varias oportunidades. Se evidencia en este breve análisis cómo la UEM presentaba serios problemas desde su surgimiento, los que se explica sobre todo por razones geo estratégicas, la intención de ofrecer una imagen al mundo y a los agentes económicos de que se habían creado todas las condiciones para garantizar el éxito del proyecto y su futuro, como proyecto encaminado a afianzar la hegemonía mundial de la zona, cuando ello no necesariamente era cierto en toda su dimensión.

Por otra parte, la propia crisis puso en un serio riesgo a la divisa europea, cuando naciones como Grecia estuvieron al borde de tener que abandonar el proyecto de la moneda única, lo que hubiera traído imprevisibles consecuencias para la misma, lo que explica en buena medida las acciones de apoyo llevadas a cabo, principalmente por Alemania, mientras que se acusaba, con peculiar facilismo a los “PIIGS” de ser especialmente derrochadores.

En este sentido es importante mencionar cómo muy asociado a la situación de crisis y a la necesidad de respaldar lo más posible al euro como moneda internacional, se crearon en el año 2012 por parte de los países UE y el FMI dos importantes mecanismos de apoyo, entre otros, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF)¹³⁸ y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)¹³⁹, cuyos recursos han sido utilizados hasta el momento por Chipre, Irlanda, Grecia, Portugal y España.

Si bien, estos y otros mecanismos utilizados permitieron, en esencia, el enfrentamiento de la crisis, a tono con la necesidad de dar una rápida respuesta a la misma, y de enviar señales alentadoras a los mercados, es evidente que en ningún caso se atacó al conjunto de causas que explicaban la misma, mientras que los programas de ajuste que los acompañaron, además de ser recesivos en su esencia, provocaron serios problemas sociales, empeorando aún más las condiciones de los más desposeídos.

En general, la crisis de deuda soberana ha complicado seriamente el panorama financiero mundial, cuando se aprecia, por una parte, la tendencia a la baja de las tasas de interés de

¹³⁸ El FEEF es un mecanismo de asistencia financiera temporal, sujeto a estricta condicionalidad destinado a salvaguardar la estabilidad de la eurozona, cuyos fondos ascendían a 440 000 millones de euros.

¹³⁹ El MEEF proporciona apoyo financiero a las naciones de la Eurozona con serias dificultades de financiación, sólo si se demuestra que tales dificultades pueden afectar a la región en su conjunto

referencia, sobre todo en Europa, en un contexto de desaceleración económica y baja inflación, mientras que los mercados financieros privados se caracterizan por su volatilidad, en estrecha relación con el creciente endeudamiento de los diferentes agentes económicos que integran la economía mundial, asociado en buena medida a las primas de riesgo que se aplican ante la cadena de endeudamiento existente, que incluye también a los gobiernos.

Como puede apreciarse en este breve análisis realizado, como es ya costumbre, la crisis de deuda soberana en Europa se trató sobre todo a través de mecanismos de emergencia, de corto plazo, enmarcados en férreos programas de ajuste de corte fondomonetarista y neoliberal, con enormes costos sociales, sin que se atacaran verdaderamente sus causas esenciales, más profundas y de carácter estructural.

Al final, los costos recayeron en los agentes económicos más vulnerables, mientras que los programas de emergencia y rescate se dirigieron a salvaguardar a los grandes bancos e instituciones financieras que continúan obteniendo ganancias millonarias.

¿Puede decirse que las medidas adoptadas hasta el momento han contribuido a mejorar la situación?

¿Es posible lograr una salida satisfactoria a la crisis con tales programas recesivos que incluyen desde la reducción de los salarios públicos, de las jubilaciones, de los gastos sociales y el aumento de los impuestos, entre otras medidas importantes? Evidentemente, ello es muy difícil, pues, si bien es necesario garantizar la máxima disciplina fiscal, ello no debe hacerse sobre las espaldas de las clases más débiles ni a una velocidad que atente contra el imprescindible crecimiento económico, ya comprometido en el complejo contexto europeo e internacional actual.

Debe lograrse un punto medio, adecuado, que combine el crecimiento económico, la disciplina fiscal, la protección de los sectores más empobrecidos y la aplicación de medidas más estructurales, de más largo plazo, más efectivas, para evitar una reproducción de los problemas existentes. Sin embargo, el tiempo apremia seriamente a los europeos, tanto por las presiones de los mercados financieros como por problemas de imagen y la imposición de los gobiernos “más fuertes” como Alemania que temen por los costos que deben asumir y los gastos que deben realizar. Se está priorizando sobre todo la imagen externa del bloque, evitando además a toda costa el tan temido efecto contagio.

Una cosa ha quedado clara en todos estos complejos procesos de rescate de las naciones con problemas y es la falta de solidaridad de los miembros con mejores condiciones y mayores posibilidades, para contribuir con recursos a la aplicación de los programas de emergencia, en tanto se aduce de manera permanente la supuesta “irresponsabilidad fiscal” de las naciones en dificultades.

Desde el punto de vista de los países, la crisis puso de manifiesto claramente la diferencia existente al interior de la Eurozona entre los países de mayor desarrollo relativo y los que integran la llamada periferia europea, cuyas condiciones actuales han provocado un

aumento aún mayor de la brecha existente entre unos y otros, con lo que la posibilidad de eventos similares vuelva a producirse, incluso con un mayor alcance.

Como contraste, resultó interesante que algunos países se incorporaran a la Eurozona después del estallido de la crisis, como fueron los casos de Eslovaquia (2009), Estonia (2011), Letonia (2014) y Lituania (2015).¹⁴⁰

Por otra parte, ha sido en última instancia un mérito de las autoridades europeas que a pesar de todas las dificultades existentes la crisis no haya logrado terminar con la UEM, el euro y la integración en sí misma, cuando, además, el único país que no permanecerá y en buena medida por otras razones, es el Reino Unido.

Entre las acciones que se imponen como necesarias para dar respuesta a esta complejísima situación, sería recomendable:

- Lograr un mayor y efectivo apoyo de los países en mejores condiciones a las naciones en problemas, en tanto la apuesta de la UEM es colectiva y debe partir de una solidaridad real, sin que ello en ningún caso implique el apoyo a la irresponsabilidad fiscal, sino sobre todo a las diferencias en los niveles de desarrollo.
- Instrumentar programas de ajuste racionales, que combinen el apoyo comunitario mediante verdaderas políticas de cohesión, con medidas nacionales encaminadas a dar adecuada respuesta a los problemas estructurales existentes, tratándose en todo momento de minimizar los costos sociales. Se debe tratar de lograr una disminución real de las diferencias en los niveles de desarrollo de los miembros de la Eurozona, no por razones altruistas, sino para dar respuesta a los propios requerimientos del avance del esquema integracionista, considerando sobre todo el nivel tan elevado que han alcanzado los mecanismos y acciones unionistas, que provocan una gran interdependencia de los participantes.
- Aplicar por parte de las autoridades comunitarias políticas económicas más preventivas y proactivas que reactivas, de modo de enfrentar en mejores condiciones los problemas, evitando en lo posible la repetición de situaciones de la envergadura y connotación como la que enfrenta hoy la Eurozona, mediante soluciones más estructurales y de más largo plazo.
- Reducir al máximo la dependencia respecto a instituciones internacionales tipo Fondo Monetario Internacional y con ello, con relación a Estados Unidos

EL BREXIT Y SUS CONSECUENCIAS

El 23 de junio de 2016 una noticia sorprendió al mundo: se había decidido, de acuerdo al referéndum popular realizado en el país, que Reino Unido (RU) saliera de la integración europea después de 43 años de haber participado en este proyecto. Los resultados del conteo arrojaron que un 72% de la población británica acudió a las urnas, de los cuales,

¹⁴⁰ Recuérdese, sin embargo, que todos los países que se incorporaron con posterioridad al establecimiento de la UEM están obligados a cumplir más temprano que tarde, según sus condiciones, con todo el acervo y las leyes comunitarias

votaron a favor del llamado Brexit, 17, 410, 742 personas (52%) y en contra, 16 577 342 (48%), lo que pone en cierta medida de manifiesto la complejidad del caso, con una diferencia de posiciones relativamente pequeña. (Alonso, 2016). Tal acción se ampara jurídicamente en la posibilidad que brinda en este sentido el Tratado de Maastricht para la creación de la UE de 1999.

A lo largo del período iniciado en 1973, cuando se produjo su entrada a la entonces Comunidad Económica Europea, se pusieron de manifiesto diversas divergencias del país en el contexto integracionista, lo que se expresó con mayor claridad en el proceso de conformación de la Unión Económica y Monetaria, cuando rehusó pertenecer a la Eurozona y también al Tratado de Shengen¹⁴¹, niveles superiores de acercamiento de los países miembros.

Los británicos han argumentado al respecto, sobre todo en el caso de la UEM y sus requisitos y condiciones, que no están de acuerdo con perder uno de los símbolos más importantes de la identidad nacional, como es el caso de la libra esterlina, expresión viva de la histórica hegemonía del país a nivel mundial, mientras que no están dispuestos a ceder soberanía en tan importantes cuestiones.

Al mismo tiempo, hay que considerar la especial importancia internacional del mercado de capitales de Londres, que requiere de un elevado grado de libertad.

Son varias las razones que están presentes en esta especie de dicotomía británica, según la cual le resultaba conveniente pertenecer al bloque, mientras que rechazaba una mayor profundización de los mecanismos integracionistas. Al respecto pudiera señalarse como cuestiones que explican la negativa de los británicos:

- La existencia de importantísimos intereses fuera de Europa, principalmente con los países miembros del Commonwealth¹⁴²
- Se trata de una isla fuera del continente, lo que condiciona hasta cierto punto un menor sentido de pertenencia a la UE
- Al ser parte de los países de mayor desarrollo relativo dentro del grupo, sus aportes al presupuesto comunitario son mayores, mientras que consideran que no reciben recursos en similar proporción, por esta misma razón, al tiempo que no tienen especial interés en políticas priorizadas y financiadas por Europa como la Política Agrícola Común (PAC)
- Lo anterior se relaciona también con la postura de una buena parte de adultos y adultos mayores británicos, quienes consideran que su seguridad social se ve afectada por la fuga de recursos hacia la UE. Este grupo etario votó mayoritariamente por la salida de la UE. Como contraste, los jóvenes, beneficiados por las excelentes becas de estudios y la

¹⁴¹ Establece el libre tránsito de personas y un pasaporte único europeo en los países firmantes

¹⁴² El Commonwealth es un tratado que facilita y promueve los vínculos del Reino Unido con sus antiguas colonias en América, África, el Caribe y el Pacífico, donde sobresalen por su importancia sobre todo las relaciones con Estados Unidos, Canadá, Australia y la India.

libre movilidad de personas en el Viejo Continente, se opusieron, en general, a la salida, pero fueron más apáticos y muchos de ellos no acudieron a votar.

- La crisis de deuda soberana que afectó desde inicios de la actual década principalmente a las naciones comunitarias de menor desarrollo relativo, generó mucha inquietud entre la población y el gobierno acerca de los recursos que deberían aportar para apoyar en el proceso de solución de la situación.
- En concordancia con lo anterior, mientras que la situación en la UE era más halagüeña, los británicos estaban más conformes, pero ante los crecientes problemas que se enfrentan, ha renacido en buena parte de la población el euroescepticismo.
- Las contradicciones existentes al interior de la UE, en la lucha por la hegemonía dentro del bloque, principalmente con relación a Alemania y Francia.
- Ante la crisis migratoria que se ha presentado en Europa, sobre todo después de la primavera árabe en 2011 y el empeoramiento de la situación en Siria, muchos países de la UE, principalmente los más afectados por estos flujos, han propuesto implementar una suerte de política común para recibir inmigrantes, lo que ha generado una reacción adversa y un incremento de los sentimientos xenofóbicos en la población y el gobierno británico. (Puerta, 2016)

Mientras tanto, las posiciones más favorables para permanecer en la UE se relacionan sobre todo con:

- Las facilidades existentes de intercambio y movilidad, desde el punto de vista de los flujos de bienes, servicios personas y capitales, en tanto el Reino Unido pertenece al Mercado Único.
- El flujo de turistas en ambas direcciones
- Los apoyos a las regiones en declive que forman parte del Reino Unido
- El país se mantendría como potencia dentro de la UE, mientras que, en caso de salida del bloque, otorgaría ese poder sobre todo a Alemania

Se trata, sin duda alguna, de uno de los acontecimientos más sorprendentes y complejos que ha tenido lugar en los últimos tiempos, tanto desde el punto de vista europeo como británico, con importantes consecuencias para ambas partes. Al respecto se destacan, para el Reino Unido:

- Es de esperar una disminución de la actividad económica, sobre todo en la medida en que los niveles de incertidumbre respecto al logro de acuerdos para la salida ordenada se sigan complicando como hasta ahora. Hay que recordar que los temas pendientes en estos momentos son precisamente los más escabrosos. El crecimiento económico se

verá enlentecido, lo que se muestra a través de pronósticos de caída entre un 3 y un 6%. (Puerta, 2016) ¹⁴³

- La disminución de los flujos de comercio y de inversiones, al eliminarse las facilidades y libertades proporcionadas por el Mercado Unificado.
- La reducción de los flujos financieros al país debido a la incertidumbre existente, lo cual resulta especialmente serio si se tiene en cuenta la importancia internacional del mercado londinense. En función de ello, las agencias calificadoras de riesgos han empeorado sus evaluaciones desde un AAA a un AA.¹⁴⁴
- Dudas sobre la participación del país en otros acuerdos europeos
- Problemas políticos asociados a los desacuerdos en el Parlamento y la renuncia de dos primeros ministros y otros funcionarios
- Afectaciones a los inmigrantes que viven en el país, ya sean procedentes de la UE como de otras naciones. Se destacan, por ejemplo, los de origen polaco y sirio.
- Todos estos acontecimientos se reflejan en la moneda del país, muy sensible a los niveles de incertidumbre existentes. Recuérdese que se trata de la tercera moneda de importancia mundial.

Para la Unión Europea, principalmente:

- La disminución relativa de los recursos del presupuesto comunitario, el cual es objeto de fuertes debates y desacuerdos entre los países miembros, sobre todo entre las naciones que más aportan por su mayor nivel de desarrollo y las receptoras, las de la llamada periferia europea, que se sienten con derecho de recibir más cantidad de recursos para dar respuesta a los problemas que enfrentan.
- Ruptura del equilibrio al interior de la UE entre las naciones más avanzadas y las más pobres, considerando a Reino Unido como uno de los “grandes” del grupo, con lo que correspondientemente disminuyen el PIB y los ingresos medios del área.
- Reestructuración de las relaciones de la UE con los países de África, Caribe y Pacífico (ACP) en el marco del Convenio de Cotonou, en tanto las antiguas colonias inglesas constituyen una parte significativa de los miembros.

Tal como puede apreciarse en el gráfico 11, que esquematiza el proceso ordenado de salida del Reino Unido de la UE, los plazos han ido modificándose, cuando aparecen escollos muy importantes en las negociaciones, entre los que se destacan las fronteras de Irlanda y el tratamiento comercial entre las partes, al tiempo que se presentan numerosos problemas

¹⁴³ Se estima que para este año 2019 el crecimiento británico sea de un exiguo 0.8% y para 2020, sólo un 0,9%. Es decir, prácticamente un fuerte estancamiento económico. (El País, 2019d)

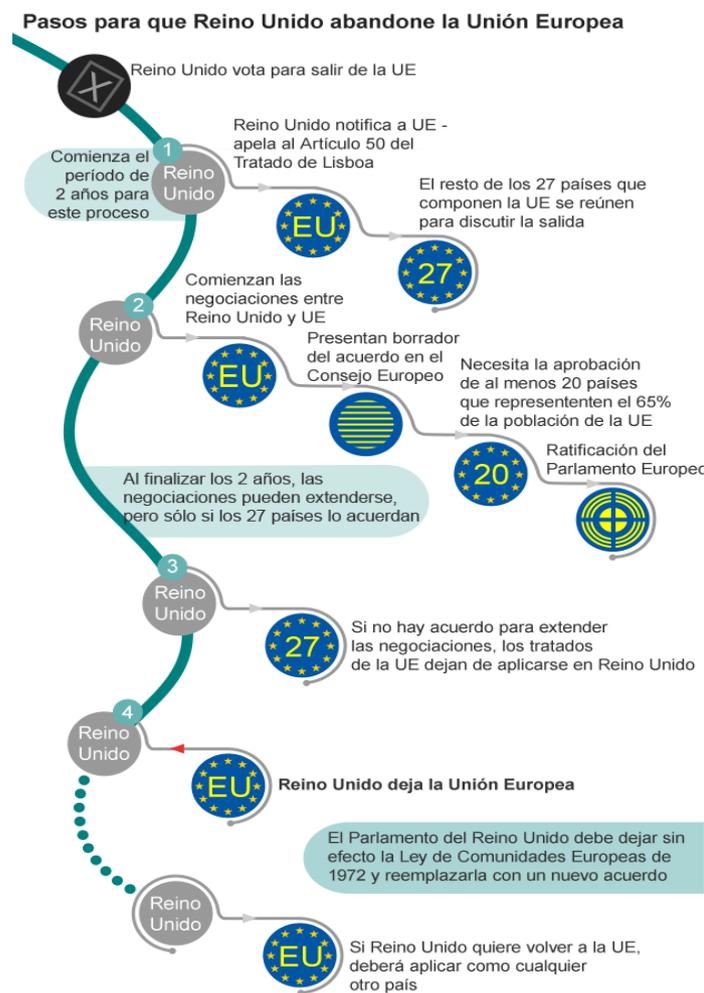
¹⁴⁴ Como se conoce, estos criterios tienen una especial relevancia y connotación en los mercados, sobre todo en los de carácter financiero.

de procedimientos jurídicos y niveles de aprobación que enlentecen aún más las negociaciones.

No constituye objetivo del presente trabajo el análisis exhaustivo de las negociaciones y de sus diferentes temas de desacuerdo, sólo es importante recordar la magnitud y la diversidad de los intereses en juego en cada uno de los casos, lo que complica fuertemente todo el proceso.

Ambas partes ven el escenario de una salida abrupta como la peor de las posibilidades. Al final, a nadie le resulta conveniente una situación así, en tanto afecta de una forma u otra a todos los agentes económicos involucrados.

Gráfico 11



Fuente: Puerta Rodriguez, 2016

De esta forma, se ponen claramente de manifiesto las enormes complejidades de un proceso sorprendente por su connotación y consecuencias, donde están presentes muchos factores, tanto económicos, como políticos y sociales, ya sea también en el orden objetivo como subjetivo.

Queda claro, sin embargo, que el origen de estos hechos no puede buscarse en la crisis de los países de Europa continental, ni quizás en los propios mecanismos integracionistas, en tanto se trata de un fenómeno multicausal, pero que, sin embargo, si ha echado leña al ya engrandecido fuego de las dificultades de la mayoría de los países comunitarios y del proceso de integración como tal. Esperemos que se imponga la lógica entre todos los involucrados y al final, se logre el mejor acuerdo posible, de acuerdo a la envergadura de los intereses que están en juego-

Obviamente no es un camino fácil, sobre todo si se tiene en cuenta la creciente complejidad de los mecanismos integracionistas europeos, tanto en términos de profundización como de ampliación de los mismos.

CONSIDERACIONES FINALES

- En general, de acuerdo a los principales indicadores analizados, se puede apreciar cómo la base económica europea enfrenta serios problemas, la mayoría de los cuales tienen un carácter estructural, lo que se traduce en la necesidad de cambios importantes en el mediano y largo plazo, ya sea en las políticas económicas nacionales, como en los propios mecanismos integracionistas.
- La gravedad de la situación económica y los programas de ajuste implementados para enfrentarla, han traído serias consecuencias para Europa, provocando un afloramiento de políticas neoliberales y una declinación de lo que pudiera considerarse uno de los últimos reductos del estado bienestar, con las correspondientes nocivas consecuencias para la sociedad europea, principalmente los más necesitados.
- No puede olvidarse, sin embargo, que la apuesta por un adecuado funcionamiento de la UEM y del euro en particular, trasciende por completo el terreno monetario y económico, incluyendo importantes consideraciones políticas, de hegemonía y el papel del Viejo Continente en la economía mundial. Al respecto, se hace imprescindible lanzar señales convincentes a los mercados que se están adoptando las acciones correctas para evitar el desarrollo de la especulación y sus nefastas consecuencias. Tales señales deben ser creíbles y deben dirigirse también a garantizar un adecuado funcionamiento de los logros ya alcanzados por la UE como es el caso del Mercado Unificado.
- Otra cuestión esencial es que, las autoridades europeas deben tratar de garantizar un adecuado balance -que se torna cada vez más precario- entre las medidas encaminadas a garantizar la disciplina fiscal, -cuyo carácter netamente neoliberal afecta las bases de los reductos que aún se mantienen del estado-bienestar- y el apoyo social que se requiere para sostener mantener el equilibrio de la sociedad europea, cada vez más inconforme con su situación y con los costos que está pagando por errores y falta de previsión cometidos por otros. No obstante, al hacerse tan difícil esta ponderación, el precio que haya que pagar por todo este ajuste, va a recaer, sin dudas, sobre los países y capas sociales más débiles, tal como ya viene ocurriendo desde el inicio de la crisis.

- En la medida en que la crisis ha obligado a la adopción de medidas conjuntas por el elevado nivel de entrelazamiento de las economías que integran la Eurozona, las acciones que se están implementando o se proponen implementar son cada vez más “comunitarias”, con lo que se refuerza la supranacionalidad europea y la cesión de soberanía por parte de las economías participantes, favoreciendo claramente a las posiciones más europeístas, como es el caso de Alemania, cuya hegemonía dentro del grupo ha sido indiscutible, pero se ve reforzada en las circunstancias actuales.
- Como puede apreciarse y como es ya costumbre, la crisis de deuda soberana en Europa se trató sobre todo a través de mecanismos de emergencia, de corto plazo, enmarcados en férreos programas de ajuste de corte fondomonetarista y neoliberal, con enormes costos sociales, sin que se atacaran verdaderamente sus causas esenciales, más profundas y de carácter estructural. Al final, los costos recayeron en los agentes económicos más vulnerables, mientras que los programas de emergencia y rescate se dirigieron a salvaguardar a los grandes bancos e instituciones financieras que continúan obteniendo ganancias millonarias.
- El Brexit es el resultado de un conjunto de rejugos sobre todo de carácter político en el Reino Unido, provocando al pasar del tiempo posiciones diversas en la población y un sin número de consecuencias para las partes involucradas, pero quizás la más importante es el nivel de incertidumbre que se ha generado, provocando una rápida respuesta por parte de los mercados y los diferentes agentes económicos involucrados.
- Todo indica, de acuerdo a la magnitud de los intereses en juego que se harán todos los esfuerzos posibles por evitar el peor de los escenarios, la salida abrupta, sin acuerdo concreto con la UE, por lo que en la medida en que se acerca más y más el plazo fijado del 31 de octubre, se espera quizás un nuevo aplazamiento de las fechas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CNN Internacional en español (2018). *Europa Envejece: 1 de cada 5 personas es mayor de 65 y el único aumento de la población viene de la inmigración, mayo 16*, En:<https://cnnespanol.cnn.com/2018/05/16/europa-envejece-1-de-cada-5-personas-es-mayor-de-65-y-el-unico-aumento-de-la-poblacion-viene-de-la-inmigracion/> .
- El País (2019a). Datos Macro. *Desempleo*. Agosto.
- El País (2019b). Datos Macro. *El Crecimiento de la Zona Euro rebotó al 0,4% en el Primer Trimestre*. 15 Octubre
- El País (2019c). Datos Macro. *Zona Euro*. Marzo, 2019
- El País (2019d). Economía. *La OECD alerta del parón de la economía de la zona euro y destaca que España resiste mejor*. Marzo 6.
- Europa Press (2019). *El BCE alerta de que la ralentización económica de la Zona Euro es peor de lo esperado*. Mayo 23.

- Europa Press (2018). *Deuda Pública Sube*, en <https://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-deuda-publica-suba-117-billones-cierra-2018-97-pib-decima-encima-objetivo-20190215102321.html>
- Eurostat (2018). *Estructura Demográfica y Envejecimiento de la Población*, en: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_structure_and_ageing/es.
- Finanzas.com (2019a). *La Inflación en la Zona Euro rebota al 1,7%, su mayor subida desde noviembre*. Mayo 3.
- Finanzas.com (2019b). *Tasa de Cambio Euro-dólar* en: <http://www.finanzas.com/noticias/ultima-hora/>. Octubre 23
- Finanzas.com (2019c). *A vueltas con la caída del euro ¿es todo por la solidez del dólar?* Mayo 29.
- Finanzas.com (2019d). *El crecimiento de la Zona Euro rebota al 0,4% en el primer trimestre*. Mayo 15.
- Lucas Millán, L. (2019). *Las Políticas Monetarias de la FED y el BCE en la Crisis Financiera y en la Gran Recesión*. Enero
- Martínez Campusano, J.L. (2018). *La importancia del euro* en: http://www.blogscapitalbolsa.com/article/15251/la_importancia_del_euro.html. Junio.
- Puerta Rodríguez, H. (2016). *El Entorno Internacional Actual. Oportunidades y Riesgos*. Conferencia impartida en la Universidad Tecnológica de Aguascalientes. Junio 29.
- World Bank (2018). *The Turning of the Tide?, Global Economic Prospects*. Junio.

OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- Agencia EFE (2019). *El BCE mantiene los tipos de interés y los dejará ahí hasta finales de 2019*. Marzo 7.
- Alarcos, A. (2018). *¿Por qué los Tipos de Interés en la Eurozona sigue en mínimos y en EEUU ya están en el 2%?* Finanzas.com. Octubre 16.
- Alonso Rebolledo, R. (2016). *¿Cuál es la historia del Brexit?* en *El Economista*. Agosto 24.
- Banco Central Europeo (2019). *Zona Euro, Tipos del BCE*, *Datos macro.com*, Septiembre.
- BBC News Mundo (2019). *Brexit: ¿Es posible todavía que Reino Unido y la Unión Europea alcancen un acuerdo antes del 31 de octubre?* Octubre 7.
- Capraro, S. (2013). *Economía Política de la Crisis de Deuda en Europa*, en *Investigación Económica*. Vol LXXII, No. 286. Octubre-Diciembre.
- Doncel, L. (2019). *El enfriamiento Económico aleja la subida de las tasas de interés en la Eurozona*. *El País*. Enero 21.
- Economía.com (2019). *Entre Europa y EEUU, una guerra monetaria podría sumarse a la comercial*. Junio 20.
- El País (2019). *Datos Macro. PIB: Producto Interno Bruto*. Julio.

- Eurostat, Statistics. Estructura Demográfica y Envejecimiento de la Población. En: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_structure_and_ageing/es
- Expansión.com (Agosto 2019). *Tipos de Interés de los Bancos Centrales*.
- Expansión.com (Agosto 2019). *Tipos de la Reserva Federal de USA*.
- Fernández-Villaverde, J. y Tano, S. (2019). La Crisis de la Unión Europea. Los Shocks permanentes son permanentes, no transitorios y requieren instituciones redistributivas distintas. *El País*. Enero 27.
- Finanzas.com (11 abril, 2019). *Razones para un euro estable*.
- López Prol, J. (2013). Crisis de Deuda Pública del Estado Español y la Unión Europea. ¿Causa o Consecuencia?, *Papeles de Europa*. Vol. 26. No. 2.
- Martín Heredero, D. (2018). *La Crisis de la Deuda Soberana Europea: Una Visión General*, Octubre.
- Torre Cuadrada, S. y García Fuente, P. (2017). ¿Qué es el Brexit? Origen y Posibles Consecuencias. *Anuario Mexicano de Derecho Internacional*.
- Weber, C. (2015). La Euro Crisis. Causas y Síntomas, *Estudios Fronterizos*. Versión On Line. ISSN 2395-9134. Vol 16. No 32. Mexicali. Julio.

CAPÍTULO VII

CHINA. NUEVO ACTOR EN LAS FINANZAS INTERNACIONALES

Dra. Elda Molina Díaz
Centro de Investigaciones de Economía Internacional

MsC. Eduardo Regalado Florido
Centro de Investigaciones de Política Internacional

INTRODUCCIÓN

El protagonismo de China en las finanzas internacionales ha venido creciendo de manera sostenida, en particular en los últimos años, de modo que ya hoy se puede afirmar que es un actor de peso en esta esfera. No sólo por su posición como receptora de recursos financieros desde que el país comenzó su proceso de reforma y apertura, y se mantiene siendo relevante hoy; sino porque en la actualidad se destaca también de manera importante como proveedora de recursos financieros al resto del mundo.

Asimismo, el yuan se ha vuelto una moneda internacional, con un uso cada vez más amplio en el comercio y las inversiones fuera de sus fronteras. Por otra parte, sus instituciones financieras, bancarias y no bancarias, ocupan puestos relevantes en los rankings mundiales; y los eventos que ocurren en esa economía, las decisiones de las autoridades monetarias y financieras del país, e incluso sus declaraciones de intención, tienen una incidencia creciente en los mercados financieros internacionales.

A pesar de los logros alcanzados, aún el sistema financiero chino puede considerarse poco desarrollado en comparación con el de las economías más avanzadas, no ha estado exento de dificultades y le quedan importantes retos que enfrentar.

El objetivo del capítulo es mostrar el gran avance de China en el ámbito financiero internacional, como uno de los ejemplos más elocuentes del desarrollo alcanzado por las economías emergentes en ese aspecto. Asimismo, se hará referencia a las razones que han posibilitado ese avance y a los desafíos que aún tiene por delante.

CHINA COMO RECEPTORA Y PROVEEDORA DE CAPITALES

➤ COMO RECEPTORA

La captación de recursos financieros desde el exterior fue un elemento crucial para el proceso de reforma y apertura de China, debido al atraso económico y social que prevalecía en el país antes de ese momento. A partir de entonces se decide cambiar radicalmente esa situación, desarrollando y modernizando la economía y la sociedad, hasta convertir al gigante asiático en una potencia mundial en el largo plazo.

Los prestamistas e inversionistas extranjeros se vieron estimulados a invertir sus capitales en el país debido a su potencial, dado sobre todo por sus abundantes recursos naturales, mano de obra barata y gran mercado.

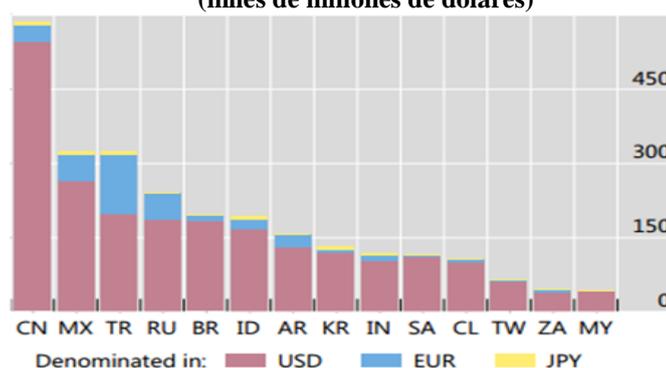
De este modo, China se situó entre los principales países receptores de todo tipo de flujos, tanto oficiales como privados, en particular de inversión extranjera directa (IED). Entre los países subdesarrollados China se ubicó entre los diez países principales receptores de todos los flujos, incluso de ayuda oficial al desarrollo (AOD) y de remesas familiares.

Aún en la actualidad esta condición de gran receptor de recursos financieros externos se mantiene, motivada, por una parte, por las necesidades de su crecimiento y de las metas de su proceso de reforma, que no son cubiertas en su totalidad por el ahorro interno; y por otra, por el estímulo que el país representa para los oferentes de esos recursos en términos de rendimientos y mercado.

Créditos

China es la principal receptora de créditos en moneda extranjera entre las denominadas economías emergentes (Gráfico 1), tanto en forma de préstamos bancarios como a través de títulos valores.

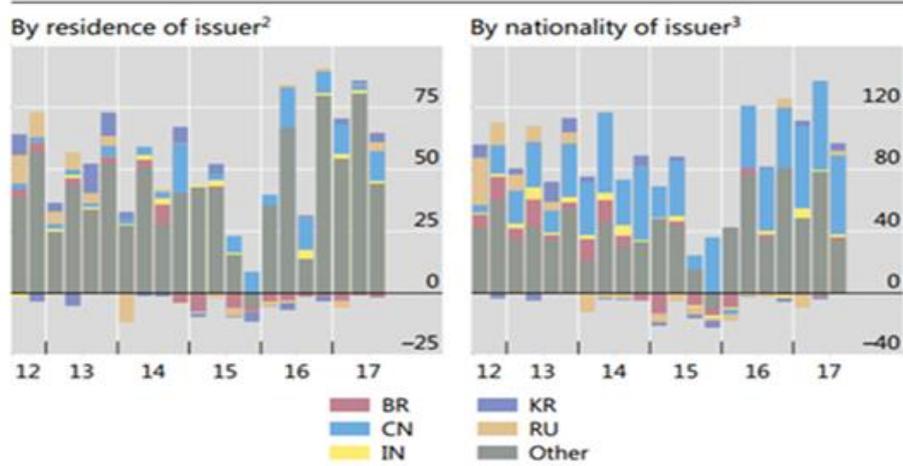
Gráfico 1
Economías Emergentes. Crédito en moneda extranjera a sector no bancario
 (miles de millones de dólares)



Fuente: BIS, 2018

Es el mayor emisor de bonos de la región (casi la cuarta parte de la emisión total) en mercados domésticos e internacionales. El siguiente gráfico (2) sobre las emisiones netas internacionales de bonos de países emergentes, muestra la posición superior de China comparada con otros emergentes importantes como Brasil, India, Rusia y la República de Corea, sobre todo cuando se compilan las cifras por la nacionalidad de los emisores, es decir, considerando las emisiones realizadas por chinos fuera de sus fronteras (panel de la derecha).

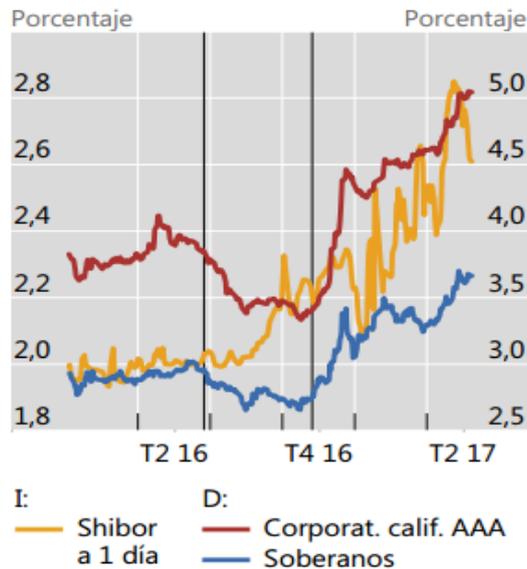
Gráfico 2
Economías Emergentes. Emisiones netas internacionales de títulos de deuda
 (miles de millones de dólares)



Fuente: BIS, 2017^a

La financiación a través de títulos ha crecido, entre otros factores, debido a la calificación crediticia del país (califica en la categoría de “grado de inversión”), lo que también estimula la recepción de préstamos bancarios, e incide en los rendimientos de los bonos que emite (Gráfico 3), que superan en muchos casos a los de títulos de países avanzados.

Gráfico 3
China. Rendimiento de bonos a 10 años y tasa Shibor

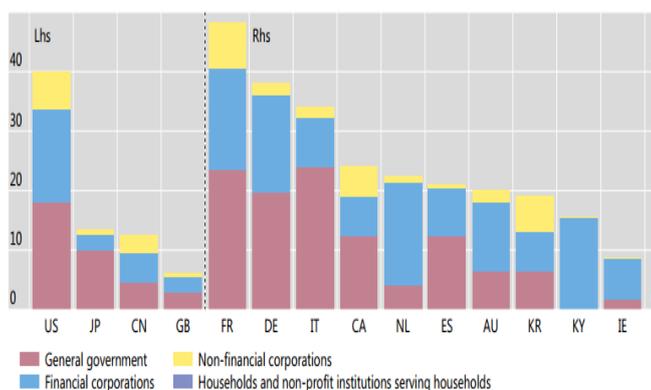


Fuente: BIS, 2017^a

Como consecuencia de lo anterior, ha crecido la deuda en títulos, tanto del gobierno, las empresas como de los hogares, a niveles comparables a los de países desarrollados

(Gráfico 4), y en general, la deuda global, al punto de que China es responsable de 1/3 del incremento de la tasa de deuda respecto al PIB del grupo G20. (FMI, 2017^a) (Gráfico 5)

Gráfico 4
Deuda total en títulos por residencia y sector de los emisores
(billones de dólares)



Fuente: BIS, 2018

Gráfico 5
Tasas de Deuda Bruta / PIB por regiones
(Por ciento)



Fuente: FMI, 2017^a

No obstante, debe aclararse que para China es más significativa la deuda interna que la externa. Después de la crisis global de 2007-2008 las autoridades animaron a los bancos a prestar más para estimular el crecimiento, lo que disparó la deuda interna. Ello no quiere decir que no haya crecido la deuda externa, sobre todo de bancos y empresas. Sin embargo, las autoridades consideran que se ésta encuentra dentro de límites manejables teniendo en cuenta indicadores como deuda exportaciones y servicio de la deuda/exportaciones.

De todos modos, aún el mercado de valores doméstico no está suficientemente desarrollado, por lo que en muchos casos las empresas chinas recurren a los de otros países, como Hong Kong, además de que empresas chinas radicadas en otros países usan los mercados financieros de estos para financiarse.

Más recientemente, China está entrando en una fase superior de integración en los mercados financieros mundiales, según el FMI, a partir de la inclusión de acciones y bonos de esa nación, denominados en yuanes, en varios índices mundiales, como el Índice de Agregado Global Bloomberg Barclays, el Índice de Mercados Emergentes MSCI. Se espera que próximamente también se incluyan en los índices FTSE y JP Morgan. (Xinhua, 2019)

Con la inclusión de los títulos chinos en dichos índices, los flujos agregados de cartera hacia el país se incrementaron de 50 000 millones de dólares en 2016 a 159 000 millones de dólares en 2018. Se espera que la cifra pueda llegar hasta 450.000 millones de dólares (lo que equivaldría a entre 3 y 4 por ciento del PIB), en los próximos dos a tres años. (Xinhua, 2019)

El crecimiento de la participación de inversionistas extranjeros deberá conducir a una mayor liquidez del mercado y a un potencial aumento del uso de otros instrumentos, como los de cobertura de riesgos, pero también podría someter los mercados chinos a "un mayor escrutinio" y a "estándares de gobernanación más estrictos", como se señaló en la noticia. (Xinhua, 2019).

Inversión Extranjera Directa

La IED es el principal flujo financiero que recibe el país desde inicios de la reforma. En la actualidad es el segundo destino de estos flujos después Estados Unidos (UNCTAD, 2019).

En sentido general, los factores que determinan que los inversionistas extranjeros lleven sus capitales a China no difieren básicamente de los que los motivan a invertir en otras economías: crecimiento económico del país, magnitud del mercado, dotación de recursos humanos, calificación y costo de la mano de obra, infraestructura, dotación de recursos naturales, incentivos que ofrece el país, estabilidad política y social, elementos que han estado presentes desde los primeros años de la reforma y que son bastante comunes a otras economías. La persistencia de la tendencia en años recientes pudiera explicarse, además, por la existencia de fuertes cadenas globales de valor en la región asiática, en las que China tiene una presencia creciente.

➤ COMO PROVEEDORA

Una de las vías fundamentales por las que China está incrementando su presencia en las finanzas internacionales es a través del afianzamiento de su posición como proveedora de recursos financieros, sobre todo a partir de 2010.

Es muy destacada su contribución a los países subdesarrollados y a otros emergentes, tanto como proveedora de préstamos e inversiones como de ayuda para el desarrollo en el caso de los primeros. Ello forma parte de la estrategia del país de asegurar los insumos primarios necesarios para garantizar su desarrollo sostenido.

Préstamos

China es en estos momentos una importante fuente de préstamos para el mundo, no solo subdesarrollado sino también desarrollado, fundamentalmente a miembros de la Unión Europea.

Sin embargo, su papel es más relevante en países subdesarrollados, en los que ha sobrepasado a los países occidentales. Desde 2010 los préstamos de dos de los cuatro bancos estatales -Banco de Desarrollo de China y Banco de Importaciones y Exportaciones-, superan a los provenientes de gobiernos e instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Por ejemplo, en 2014 otorgaron más de 700 mil millones de dólares, sobrepasando el total prestado por el Banco Mundial y cinco bancos regionales de conjunto. (Kynge et al, 2018)

En particular, China es una significativa fuente de préstamos bancarios para las EE. En 2018, de todos los préstamos que otorgan bancos de EE a otras emergentes, el 64% fue aportado por bancos chinos, lo que se explica además de por la actividad global de las corporaciones chinas, por los grandes proyectos de infraestructura que está financiando relacionados con la Iniciativa de la Ruta de la Seda. (Cerutti, Koch y Pradhan, 2018)

Es de destacar que el país asiático ha dado pasos relevantes para el fortalecimiento de su influencia en las finanzas mundiales con la creación de dos instituciones internacionales, el Banco de Desarrollo de los BRICS y el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (BAII), ambas con sede en el país, que se espera constituyan una alternativa al Banco Mundial, al FMI y al Banco Asiático de Desarrollo.

Ayuda

Resulta muy difícil obtener información de fuentes chinas acerca de la ayuda que ofrece el país, por lo que la que existe proviene de los países receptores y en muchos casos son estimaciones. No obstante, se conoce que la AOD va dirigida fundamentalmente a los países menos desarrollados y la mayor parte se materializa en forma de préstamos. En los últimos años, está vinculada en gran medida al programa del Cinturón y la Ruta de la Seda.

Esta ayuda resulta controvertida porque a pesar de que es voluminosa, sobre todo la otorgada a países de África, algunos analistas consideran que es onerosa, pues a menudo las tasas de interés son altas. Se estima que del total, solo el 21% corresponde al concepto de ayuda tradicional. Ello se explica porque China no pertenece al CAD (Comité de Ayuda al Desarrollo) de la OECD (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), y por tanto, no está obligada a cumplir con los requerimientos de este organismo. (Mitsuru, 2018; Heubl, 2018)

Sin embargo, hay que reconocer que los recursos provenientes de China son importantes para los países que los reciben, pues si bien es cierto que la AOD debe ser, como su nombre lo indica, flujos que por sus características contribuyan al desarrollo de las

naciones más atrasadas (y en alguna medida la ayuda china lo hace), la práctica indica que la mayoría de los países desarrollados no cumplen con los compromisos establecidos.

Inversiones

El principal aporte financiero de China hacia el exterior es la inversión directa. Esta experimentó un rápido crecimiento si se considera que en el 2000 todavía el país no se encontraba entre los principales inversores a nivel mundial (en cuanto a flujos). Ya para 2012 se ubicó entre los tres primeros ocupando el segundo o tercer lugar desde entonces. En 2016 su acumulado de inversión directa en el exterior fue 30 veces el del 2000, situándose en el segundo lugar después de Estados Unidos. Según la UNCTAD, en 2015 China se convirtió por primera vez en exportador neto de inversiones directas. (OECD, 2019)

Desde 2016 el país se ubicó en el segundo lugar mundial después de Estados Unidos primero (UNCTAD, 2017) y después de Japón en 2018, al haber sido desplazado Estados Unidos de la lista de los 20 principales inversores debido a la repatriación de fondos en gran escala realizada por corporaciones multinacionales de ese país, que se tradujo en salidas negativas de IED. (UNCTAD 2019) Algunos expertos estiman que para el 2020 (otros consideran que para el 2030), se convertirá en el mayor inversor transfronterizo del mundo. (El Pueblo en Línea, 2015)

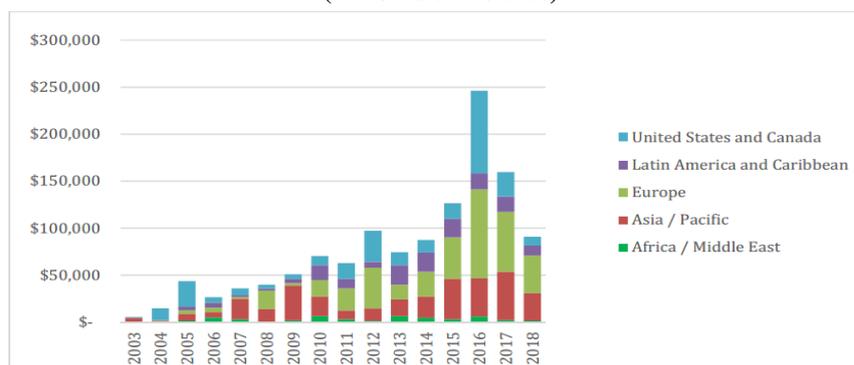
Estas inversiones representan el 11.1% del total de los flujos globales y el 5.9% del acumulado global (OECD, 2019).

El principal destino de las inversiones chinas es Asia, su “mercado natural”, donde se encuentra cerca del 63% de su *stock*, pero también han crecido considerablemente sus inversiones en América Latina, Europa y Estados Unidos. Además, son muy importantes estos flujos en África, aunque allí básicamente se ofrecen en la forma de préstamos gubernamentales y no se reflejan en las estadísticas como IED. (OECD, 2019)

El crecimiento de las inversiones chinas en el exterior forma parte de la estrategia del país de asegurar los insumos primarios necesarios para garantizar su desarrollo sostenido; sin embargo, su rápida expansión fue facilitada por la crisis financiera global, que le ofreció la posibilidad de tomar ventaja de su situación y adquirir y/o fusionarse con empresas que tuvieron problemas financieros, sobre todo en economías desarrolladas.

Así en la pasada década, China se convirtió en uno de los principales actores en las fusiones y adquisiciones a escala global, no sólo en mercados desarrollados sino también en emergentes. (Gráfico 6)

Gráfico 6
Destino de las FyAs chinas anunciadas por región, 2003-2013
(millones de dólares)



Fuente: OECD, 2019

China también se destaca como inversionista en economías desarrolladas principalmente a través de inversiones en cartera, con el objetivo de colocar de manera rentable sus enormes reservas, afianzar su posición internacional en el ámbito financiero y mantener cierto control sobre la apreciación de su moneda frente al dólar estadounidense, además de por motivaciones políticas.

Es el principal poseedor de bonos del Tesoro de Estados Unidos, con un monto aproximado de 1.17 billones de dólares (RT, 2018), a pesar de que en los últimos años ha reducido sus inversiones en la deuda soberana de ese país debido a la guerra comercial que mantienen ambas economías. China se ha convertido además en un importante comprador de otros títulos públicos y privados, de agencias del gobierno y corporaciones de ese país¹⁴⁵.

Con el objetivo de reducir la interdependencia con Estados Unidos y diversificar riesgos, dadas las contradicciones existentes entre ambos, China está incrementando sus tenencias de deuda europea.

INTERNACIONALIZACIÓN DEL YUAN

La internacionalización del Renminbi (RMB) es una meta que China se planteó alcanzar a largo plazo desde que comenzó su reforma financiera. Con ese objetivo, las autoridades monetarias se propusieron desde los inicios defender y fortalecer el yuan.

Los mecanismos usados con este fin han sido la regulación y el control del tipo de cambio, controles de divisas, así como la flexibilización y revaluación gradual del yuan.

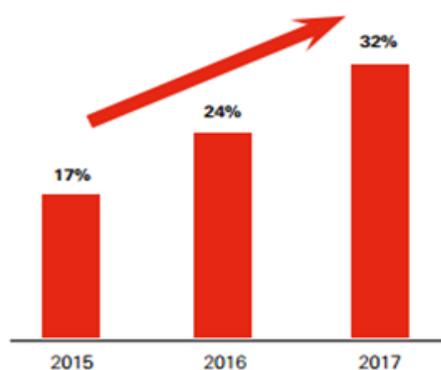
Las estrategias para la internacionalización de la moneda nacional, también con un carácter gradual, han ido dirigidas fundamentalmente a promover su uso en el comercio

¹⁴⁵En junio de 2014 China poseía USD 361 miles de millones en acciones de compañías norteamericanas (de solo USD 3 mil millones en junio de 2005), además de USD 24 mil millones en bonos corporativos. (Morrison, 2015)

internacional (pagos de transacciones y financiación del comercio) y en las inversiones (desarrollo de oportunidades de inversión en RMB en el país y en el extranjero).

Los esfuerzos por internacionalizar la moneda china han dado frutos. Ha aumentado el número de países y de compañías que lo usan. El Gráfico 7 muestra el incremento del uso de la moneda china por parte de empresas que negocian con el país asiático, cuyas estadísticas son compiladas por el Banco HSBC¹⁴⁶. Además, se ha ampliado es espectro de actividades para las que se utiliza.

Gráfico 7
Adopción del RMB para transacciones transfronterizas
(Por ciento de empresas del total que negocian con China)



Fuente: HSBC, 2018

El incremento de las transacciones transfronterizas en RMB se debe, fundamentalmente, al aumento de su uso relacionado con el comercio, lo que se explica por la posición del país como exportadora e importadora a escala global. Según el estudio de HSBC, para pagos de comercio fue usada a fines de 2017 por el 82% de las compañías extranjeras que negocian con China y para financiamiento al comercio por el 81% (de 23% en 2016). Asimismo, en 2017 era la quinta moneda más usada en pagos internacionales, del lugar 20 que tenía en 2012. (HSBC, 2018)

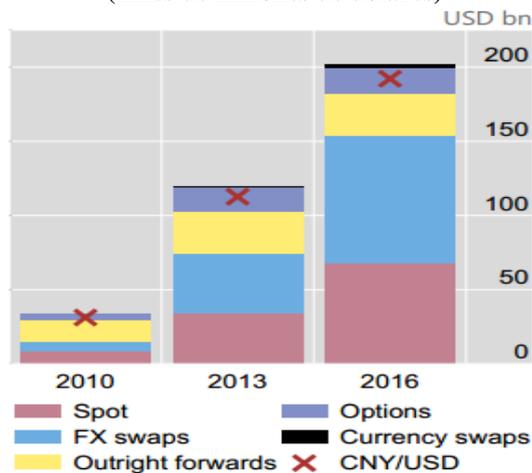
El uso del RMB se ha extendido más allá del comercio y los pagos, experimentándose un crecimiento muy significativo de la negociación de la moneda con fines puramente financieros como coberturas cambiarias, manejo de otros riesgos y especulación. La mayor parte de estas negociaciones tiene lugar fuera de fronteras, lo que indica un escaso desarrollo relativo de sus mercados de derivados, además de la existencia de regulaciones aún fuertes, a pesar de la flexibilización ocurrida en todos los segmentos del mercado financiero. Así, de toda la negociación de derivados OTC en RMB en 2016, el 73% ocurrió fuera de China. (Ehlers et al, 2016)

También se han producido cambios importantes en la composición de los instrumentos negociados fuera de fronteras y el lugar donde se llevan a cabo las transacciones.

¹⁴⁶ HSBC: Hong Kong and Shanghai Banking Corporation, con sede central en Londres, es una de las mayores organizaciones de servicios bancarios y financieros del mundo.

En cuanto a los instrumentos negociados (Gráfico 8), en el pasado la mayoría de las transacciones se limitaban a operaciones al contado, mientras que en 2016 estas representaban menos de la mitad del total. Aunque se ha producido un incremento en las negociaciones a futuro, sobre todo mediante el uso de derivados financieros, aún de los contratos denominados en RMB, el 40% corresponde a swaps de divisas en los que se intercambia sólo el principal (instrumentos de no alta complejidad).

Gráfico 8
Negociación del RMB por instrumento
(miles de millones de dólares)



Notas:

Spot: Transacción que involucra el intercambio de 2 monedas en efectivo, a una tasa acordada en la fecha del contrato, dentro de 2 días o menos.

FX swap: Contrato p/ intercambio de 2 monedas (sólo el principal) en un momento determinado e intercambio posterior a la inversa.

Currency swap: Contrato p/ intercambio de 2 monedas (principal más intereses) por un período acordado.

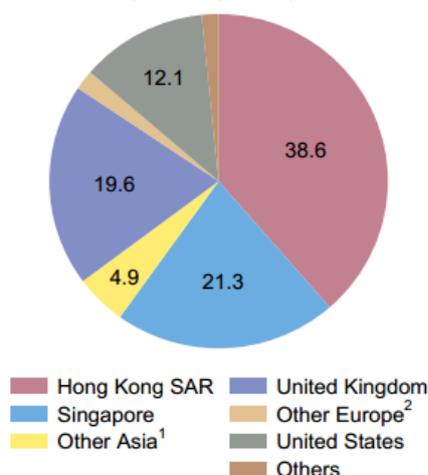
Outright forwards: Contrato entre dos partes para el intercambio de 2 monedas en una fecha futura y a un tipo de cambio acordados en el momento de su firma, fundamentalmente con entrega física de las monedas. En ocasiones, como en este caso, incluye también los contratos en los que sólo se transfiere la diferencia entre la tasa a plazo y la spot de la parte que obtuvo la ganancia neta a la otra (non-deliverable forwards), aunque la mayoría de los contratos son del primer tipo, o sea, con entrega.

Options: Contratos en el que el comprador de la opción adquiere el derecho de comprar o vender una moneda, en un momento futuro a un precio acordado, y el vendedor tiene la obligación de vender o comprar esa moneda si el comprador ejerce su derecho.

Fuente: BIS, 2016^a

Según la localización de la actividad, el RMB todavía se negocia más en mercados asiáticos (Gráfico 9), pero en los últimos años las transacciones se han expandido, adquiriendo una dimensión más internacional. De 2013 a 2016 el valor de las transacciones realizadas en Hong Kong, declinó de 43% al 39% del total de negociaciones *offshore* de RMB (de todos modos es mayor respecto a lo que se negociaba en 2013), mientras se ha incrementado en Singapur y otras economías asiáticas, con lo que el valor de las transacciones en esa región representa el 65% del total. Fuera de Asia las negociaciones de RMB se han mantenido más o menos en el mismo nivel en el Reino Unido y han ascendido en Estados Unidos, de 7% a 12%. (BIS, 2016^a)

Gráfico 9
Valor de las transacciones en RMB fuera de fronteras por regiones, 2016
Por ciento del total



Fuente: BIS, 2016^a

Como resultado del amplio uso del RMB a escala global, es la octava moneda más transada en mercados de divisas internacionales según el Banco de Pagos Internacionales, con volúmenes que se duplican cada aproximadamente 3 años, aunque el monto total solo representa el 4% de las transacciones. (BIS, 2016^b)

Además, el RMB es la cuarta moneda más negociada en la plataforma de negociación electrónica de divisas EBS¹⁴⁷ (Greifeld and Chen, 2018) y la sexta más usada en pagos bancarios ordinarios por día en SWIFT¹⁴⁸ (Cuadro 1), lo que es un avance si se considera que en 2012 ocupaba el lugar 12, con el 0.84% de las transacciones globales.

Cuadro 1
Divisas usadas en los pagos del SWIFT

Divisa	% de utilización del total
Dólar EEUU	39.8
Euro	33.1
Libra esterlina	7.4
Yen	3.1
Dólar canadiense	1.9
RMB	1.9
Franco suizo	1.6

Fuente: SWITF, 2017

La mayor utilización del RMB a escala global no solo se debe a la ampliación del espectro de transacciones que se realizan hoy en esta moneda, han influido además otros factores como: mejoras en la infraestructura para su uso con el lanzamiento del Sistema de pagos

¹⁴⁷ En ella los bancos negocian cada día aproximadamente 100 mil millones de dólares al contado como promedio.

¹⁴⁸ *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*, es decir, Sociedad para las Comunicaciones Interbancarias y Financieras Mundiales, organización que tiene a cargo una red internacional de comunicaciones financieras entre bancos y otras entidades financieras..

Interbancarios Transfronterizos (CIPS en inglés) a fines de 2015; facilidad de acceso al existir más bancos de compensación alrededor del mundo (24 a mediados de febrero de 2018) mundo y mayor número de acuerdos swaps (36, que totalizaron más de 3 billones de RMB); nuevas soluciones de flujos en efectivo y del tesoro que facilitan a las corporaciones integrar el RMB a sus operaciones; una mejor comprensión acerca de la documentación y las regulaciones sobre el RMB que hace su uso más confiable y la flexibilización en las regulaciones de los mercados de capitales de China dirigida a estimular la inversión a más largo plazo. (HSBC, 2018)

De todos modos, la influencia de una divisa en la economía mundial no solo se mide por su utilización como unidad de cuenta o instrumento de pagos internacionales, sino también por su papel como moneda de reserva. En ese sentido, aunque el incremento en la utilización internacional del yuan ha influido en su mayor uso en este sentido, aun su posición en las reservas internacionales no es muy significativa como muestra el siguiente cuadro.

Cuadro 2
Composición de las reservas globales de divisas

Divisas	% del total
Dólar de EEUU (USD)	63.96
Euro (EUR)	19.74
Libra (GBP)	4.42
Yen (JPY)	4.21
Dólar Canadiense (CAD)	2.03
Dólar Australiano (AUD)	1.85
Yuan (CNY)	1.07
Franco Suizo (CHF)	0.17
Otras	2.55

Fuente: Elaborado en base a información de FMI, 2017^b

Un paso importante en la ampliación del papel internacional del yuan es su incorporación a la canasta de monedas que conforman los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI¹⁴⁹, con un peso significativo dentro de la misma. Con ello China amplía su derecho de voto en ese organismo (Cuadro 3), lo que junto a un incremento de su peso en el Banco Mundial, reafirma su mayor influencia en las finanzas internacionales.

Cuadro 3
Composición de la canasta de DEG por monedas

	2015	2010	2005
US dólar	41.73%	41.9%	44%
Euro	30.93%	37.4%	34%
Libra	8.33%	11.3%	11%
Yen	8.09%	9.4%	11%
Yuan	10.92%	---	---

Fuente: FMI, 2016

En general, aunque el avance en el papel internacional del yuan ha sido relevante, aun no puede considerarse una moneda verdaderamente global, por varias razones. El requisito

¹⁴⁹ Se aprobó en noviembre de 2015 y entró en vigor en octubre de 2016

más importantes que le falta por cumplir es alcanzar la plena convertibilidad, es decir, que la moneda se cotice libremente en el mercado (todavía se cambia bajo un sistema de flotación controlada) y la apertura total de la cuenta de capital (aún existen controles de capital y otras regulaciones que restringen la salida de la moneda del país, además de requerirse trámites que conllevan una compleja documentación). A ello se suma que persiste una disparidad apreciable entre los tipos de cambio internos y externos, así como una baja liquidez, sobre todo cuando no se trata del par RMB/USD¹⁵⁰.

Un estudio del *International Monetary Institute* (IMI, 2017) de la *Renmin University* de China, compara el grado de internacionalización del RMB respecto a las cuatro principales divisas (Cuadro 4), mostrando que aunque existe una amplia brecha entre ellas, el RMB ha avanzado de manera importante hacia esa meta. Para la elaboración del índice se toman en cuenta estadísticas sobre comercio exterior, inversión externa y transacciones en bonos de varios países y del Banco de Pagos Internacionales.

Cuadro 4
Índice de internacionalización de divisas

Moneda	Índice
Dólar	54.0
Euro	24.6
Libra esterlina	5.5
Yen	4.3
Renminbi	2.3

Fuente: IMI, 2017

De todos modos, el rápido crecimiento del comercio de RMB y de los mercados financieros donde este se negocia sugiere que esta limitación puede ser claramente superada en el corto plazo.

Sin embargo, no hay que desconocer que la internacionalización del RMB es positiva para China, pero también constituye un desafío para el país. Si bien reduce la dependencia del dólar, contribuye a generar alternativas de mercados de demanda externa, así como a incrementar la influencia política de China en el exterior; por otra parte supone un incremento de la demanda de la moneda que conllevaría a una apreciación incontrolada; la irrupción de capitales no deseados; y otros efectos monetarios no controlables.

POSICIÓN DE SUS INSTITUCIONES FINANCIERAS A ESCALA GLOBAL

Sistema bancario

El sistema bancario chino se considera uno de los más grandes del mundo por el volumen de sus activos. Según este indicador, sus principales bancos comerciales estatales se encuentran en los primeros puestos a escala global (Cuadro 5)

¹⁵⁰ Alrededor del 95% de todas las transacciones ocurren con el par RMB/USD. (Ehlers et al, 2016)

Cuadro 5
Los 10 bancos más grandes del mundo según valor de sus activos (2019)

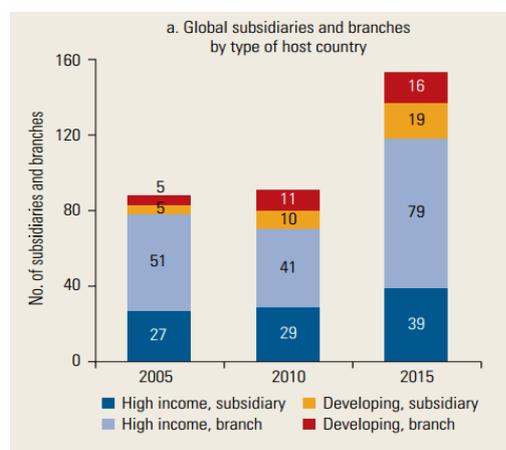
LUGAR	BANCO	ACTIVOS (bill USD)
1	Industrial & Commercial Bank (China)	3.38
2	China Construction Bank Corp. (China)	2.87
3	Agricultural Bank (China)	2.43
4	Bank of China (China)	2.30
5	JPMorgan Chase (US)	2.09
6	Bank of America (US)	1.89
7	Wells Fargo (US)	1.68
8	Citigroup (US)	1.58
9	HSBC (RU)	1.47
10	Mitsubishi UFJ (Japón)	1.46

Fuente: Markets Insider, 2019

Según Fitch Ratings, entre los 50 bancos más grandes, los cuatro gigantes estatales ocupan los primeros lugares, pero además se incorporan otros 8¹⁵¹ convirtiendo a China en el único país emergente con 12 bancos en el *ranking*. (Cunningham, 2017)

Además, a medida que el comercio y las inversiones de China se han expandido por el mundo, sus bancos han ido creando una amplia red de sucursales y subsidiarias que ofrecen servicios financieros a escala global para apoyar a sus clientes y contribuir al desarrollo financieros de los países con los que tiene negocios. (Gráfico 10)

Gráfico 10
Bancos chinos en el mundo. Cantidad de subsidiarias y sucursales por país receptor



Fuente: Banco Mundial, 2018

Si bien en términos cuantitativos el sistema bancario chino es voluminoso y ha logrado significativos avances en los últimos años, aún debe enfrentar importantes debilidades y retos, sobre todo al interior de su economía, para incrementar su competitividad frente a los bancos e instituciones extranjeras que operan en el país y continuarán estableciéndose en el futuro. Entre ellos, los más importantes que se pueden mencionar son: el deterioro de la

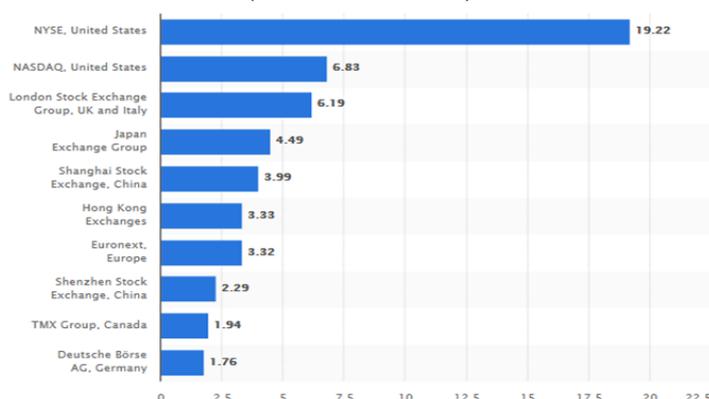
¹⁵¹ Estos bancos son: China Development Bank, Bank of Communications, Industrial Bank, Merchants Bank, CITIC Bank, Minsheng Bank, Shanghai Pudong Development Bank y Agricultural Development Bank.

calidad del crédito por su rápida expansión, la creciente desintermediación (continúa creciendo la banca a la sombra), y el incremento de deuda interna (pública y privada) con peligro de impago.

Mercado de Valores

Los mercados de valores de China han mostrado un rápido crecimiento y desarrollo, sobre todo si se tiene en cuenta que no existían al inicio de la reforma. El avance se aprecia en el desarrollo de estos mercados en términos de compañías listadas, volumen de las transacciones, variedad de instrumentos que se negocian y capitalización bursátil¹⁵², entre otros indicadores. Según este último, dos bolsas chinas califican entre las diez más grandes del mundo. (Gráfico 11)

Gráfico 11
Las 10 bolsas de valores más importantes según capitalización del mercado (2017)
(billones de dólares)



Fuente: Statista, 2018

Todo ello ha conllevado a que los mercados chinos sean bien valorados por los inversionistas extranjeros. En particular, las tres bolsas chinas más importantes (las de Shanghái, Beijing y Shenzhen) se encuentran entre los primeros 20 puestos de 100 en la lista de los centros financieros más importantes del mundo, elaborada por el Instituto de Desarrollo de China (Shanghái) y Z/Yen, un tanque pensante comercial líder con sede en Londres¹⁵³. Además, estos tres centros mejoraron su posición a lo largo de 2018¹⁵⁴. (CDI-Z/Yen, 2018) El Cuadro 6 es el resultado agregado del análisis de los diferentes parámetros que se toman en cuenta, que se muestran en el diagrama y el cuadro del Anexo.

¹⁵² Valor total de las acciones en circulación.

¹⁵³ Las instituciones elaboran dos informes al año, en los que evalúan a los centros financieros del mundo. Estos análisis reciben considerable atención por la comunidad financiera global, y sirven de referencia para las decisiones de política e inversión. Para la elaboración de los índices se valoran parámetros desde el entorno de negocios, infraestructura, desarrollo del sector financiero, capacitación del personal, hasta la reputación de los centros. (Ver Anexo)

¹⁵⁴ El indicador GFCI 23 corresponde a marzo y el GFCI 24 a septiembre de 2018.

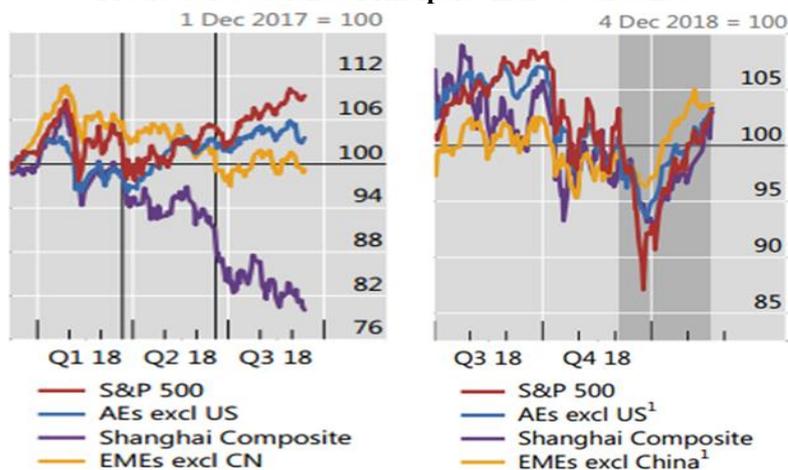
Cuadro 6
Índice Global de Centros Financieros
Septiembre 2018

Centre	GFCI 24		GFCI 23	
	Rank	Rating	Rank	Rating
New York	1	788	2	793
London	2	786	1	794
Hong Kong	3	783	3	781
Singapore	4	769	4	765
Shanghai	5	766	6	741
Tokyo	6	746	5	749
Sydney	7	734	9	724
Beijing	8	733	11	721
Zurich	9	732	16	713
Frankfurt	10	730	20	708
Toronto	11	728	7	728
Shenzhen	12	726	18	710
Boston	13	725	10	722
San Francisco	14	724	8	726
Dubai	15	722	19	709
Los Angeles	16	721	17	712
Chicago	17	717	14	718
Vancouver	18	709	15	717
Guangzhou	19	708	28	678
Melbourne	20	699	12	720

Fuente: CDI-Z/Yen, 2018

La volatilidad es una variable presente en todos los mercados de valores del mundo, por la gran variedad de factores que inciden en la percepción de los inversionistas, incluso algunos de índole subjetiva, y China no escapa a ello. A mediados de 2015 se produjo un importante desplome en la bolsa, con la pérdida de un tercio de su valor, después de que los precios de las acciones habían venido subiendo de manera sostenida por más de un año (Sudworth, 2015). Luego, en 2018 volvieron a caer de manera significativa (Gráfico 12), en ambos casos con repercusiones en los mercados externos.

Gráfico 12
Precio de las acciones. Principales índices bursátiles



Fuente: BIS, 2018

Nota: 1-promedios simples de los índices de acciones de los países en moneda local
Fuente: BIS, 2019

En 2015 los factores explicativos fueron fundamentalmente de índole interna¹⁵⁵, en particular desequilibrios en el sistema financiero. Por ejemplo, en los años precedentes, ante medidas restrictivas encaminadas a controlar la expansión crediticia vía préstamos bancarios, se produjo una ola de inversiones en bolsa, con un crecimiento espectacular de la liquidez del mercado y los precios de los títulos, que en algún momento tenía que corregirse. Parte del incremento de las inversiones provino de inversionistas domésticos, desde propietarios de negocios de todos los tamaños hasta amas de casa, con escaso conocimiento del mercado.

En la posterior caída influyeron factores objetivos, como la situación económica en general del país, en particular la financiera, y la devaluación de la moneda; pero sobre todo elementos subjetivos, como las expectativas acerca de una posible explosión de las burbujas que se habían venido formando en diferentes sectores, las posibilidades de un aterrizaje brusco de la economía y la actuación de algunos medios de comunicación que ayudaron a crear una atmósfera de incertidumbre. En 2018, a la incertidumbre interna se le sumaron las tensiones comerciales con Estados Unidos.

En ambos casos la situación fue superada relativamente rápido debido a la efectiva acción de las autoridades.

Es de destacar cómo a pesar del comportamiento inestable y de las limitaciones y retos que deben superar las bolsas de valores chinas para ser más competitivas¹⁵⁶, los inversionistas tienen una percepción positiva de ellas, debido, entre otros factores, a la rápida capacidad de recuperación mostrada por esos mercados ante eventos desfavorables, así como a otros relacionados con el desempeño del país, entre los que se destacan los altos crecimientos que aún mantiene, a pesar de la desaceleración de los últimos años, y las perspectivas que ofrece el cambio anunciado en su patrón de desarrollo, más volcado al consumo interno.

En el Cuadro 7 se muestra el resultado de encuestas realizadas a inversionistas de todo el mundo por las instituciones antes mencionadas (Instituto de Desarrollo de China y Z/Yen), acerca de cuáles centros financieros consideran que incrementarán su importancia en los próximos 2-3 años, y entre ellos se encuentran los tres mercados de valores chinos más relevantes, con Shanghái a la cabeza.

¹⁵⁵ Para ampliar al respecto puede consultarse (Molina y Regalado, 2016)

¹⁵⁶ Observar en el Cuadro 8 y el Anexo la clasificación obtenida por las bolsas según determinados indicadores relativos al capital humano, infraestructura, desarrollo del sector financiero, en los cuales las chinas deben superarse para alcanzar los niveles de las de EA.

Cuadro 7
Los 15 centros financieros que serán más significativos en el futuro próximo

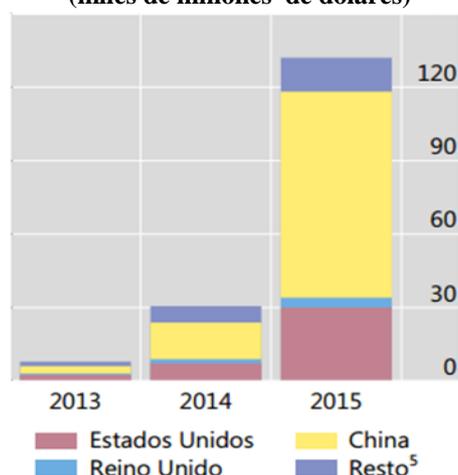
Centre	Mentions in last 24 months
Shanghai	198
Qingdao	107
GIFT City - Gujarat	101
Frankfurt	73
Singapore	65
Dublin	45
Hong Kong	39
Chengdu	37
Casablanca	30
Beijing	30
Paris	30
Shenzhen	27
London	25
Luxembourg	25
Seoul	22

Fuente: CDI-Z/Yen, 2018

INNOVACIÓN Y TECNOFINANZAS

Mención aparte merece el incremento de la innovación en el negocio financiero y la aplicación de las tecnofinanzas¹⁵⁷ en China en los últimos años, de modo que hoy el país se considera como el mayor mercado de financiación *fintech* del mundo, seguido de Estados Unidos y Reino Unido. (Claessens et.al., 2018) (Gráfico 13).

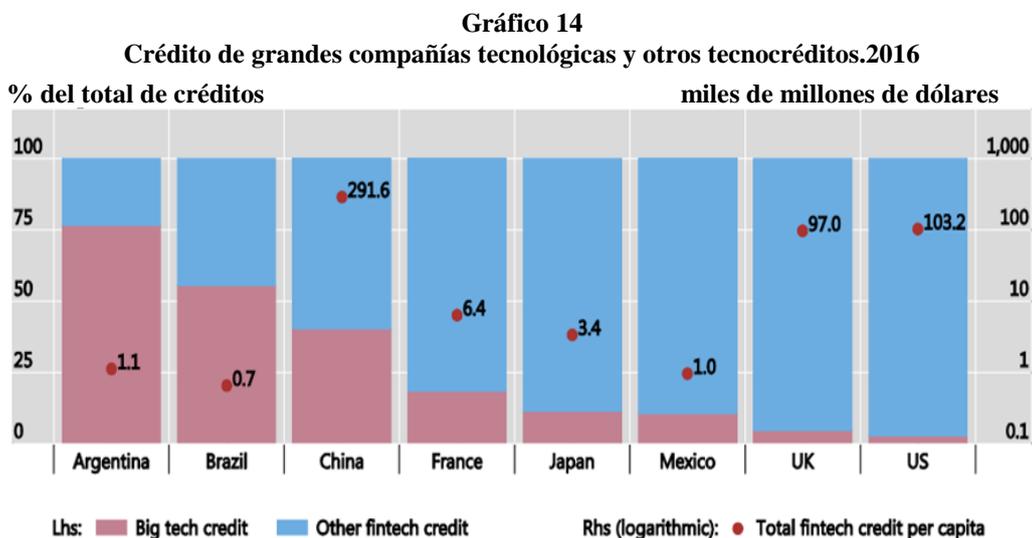
Gráfico 13
Volúmenes de préstamos por internet
(miles de millones de dólares)



Fuente: BIS, 2017^b

¹⁵⁷ Las tecnofinanzas (o *fintech*, como se denomina este fenómeno en inglés) se refieren a las innovaciones digitales y en tecnología aplicadas a los servicios. Permiten a los clientes acceder a servicios financieros (préstamos, ahorros, pagos y liquidaciones, seguros, libros de contabilidad, negociación/inversión, manejo de riesgos, asesoría) de manera electrónica (tecnología digital y a través de internet), sin la participación, o con una participación menor, de los bancos.

El crecimiento del crédito proveniente de las llamadas compañías *fintech*, así como la entrada de grandes compañías tecnológicas (*big tech*) que ofrecen servicios de pagos, créditos, seguros y otros (Gráfico 14), ha incidido en una ampliación e inmediatez de los servicios financieros que se ofrecen en China; asimismo, ha posibilitado la financiación de pequeñas empresas y clientes que tienen un acceso limitado al crédito bancario tradicional y ha brindado opciones adicionales a los inversores. (Carstens, 2018)



Fuente: Carstens, 2018

Sin embargo, las tecnofinanzas también son riesgosas. En China han contribuido al incremento de las pérdidas por préstamos de algunas entidades, por lo que la actividad plantea retos en términos de supervisión y regulación, con el objetivo de garantizar la adecuada protección de consumidores e inversores y de llevar a cabo una oportuna evaluación de los riesgos para la economía en su conjunto y para la estabilidad financiera.

¿CÓMO HAN SIDO POSIBLES TALES LOGROS?

Luego de haber apreciado el impresionante avance de China en el ámbito financiero, sobre todo considerando el escaso desarrollo del sector hace solo 30 años, cabe preguntarse ¿qué lo ha posibilitado?

Son varios los factores, y dentro de ellos, indudablemente, el poderío económico de China, pero incluso detrás de ello ha estado el modo en que el país ha llevado adelante el proceso de reforma económica iniciado en 1978, que ha abarcado todos los ámbitos: la economía, la sociedad y la política. En la economía, la reforma se centró en sus inicios en la agricultura, y de forma paralela fue abarcando al sector privado, la industria y la apertura al exterior, tanto desde el punto de vista comercial como financiero. Todas esas transformaciones y las metas de largo alcance que se propuso el país reclamaban un cambio en el sector financiero y esto sólo sería posible con una reforma financiera.

La reforma financiera comenzó con la creación del sistema financiero, ya que puede decirse que antes de esa fecha no contaba con uno, pero ello no significó solo la creación de nuevas

instituciones, modificación de las existentes y la introducción de nuevos instrumentos, sino que también se extendió a la asignación de nuevas funciones a las finanzas, como elemento de la gestión macroeconómica, acrecentando el peso de los mecanismos indirectos de control¹⁵⁸.

En síntesis, las transformaciones en el ámbito de las finanzas han estado orientadas fundamentalmente a reestructurar y reforzar el sector bancario; a desarrollar los mercados de capitales; a fomentar la innovación financiera y, consecuentemente, a fortalecer la regulación y supervisión.

La reforma en el sector ha asumido los mismos principios generales que rigen el proceso de reforma económica del país. Los cambios se han producido de forma gradual y experimental, es decir, se han realizado por etapas y niveles, después de haber sido comprobada su eficacia en áreas controladas. De esta manera, esta se ha concebido como un proceso a largo plazo, que ha continuado profundizándose hasta la actualidad, con el objetivo de conformar un sistema moderno, más abierto, flexible, eficiente y competitivo.

A pesar de los avances, el sistema financiero chino no ha alcanzado aun el desarrollo a que aspira y, en parte debido a ello mismo, no ha estado exento de dificultades. Esto se debe en gran medida a que las transformaciones han presentado imperfecciones y fallas, no se han completado, además de los retos de orden interno y externo que ha tenido que enfrentar la economía. Entre las dificultades que ha presentado el sector se encuentran las contradicciones entre la regulación de las entidades estatales y las privadas que provocan desequilibrios, como la acumulación significativa de deudas “malas” o incobrables, inestabilidad en sus mercados de valores, y la poca competitividad de las instituciones domésticas frente a las extranjeras que se establecen en el país, entre otras.

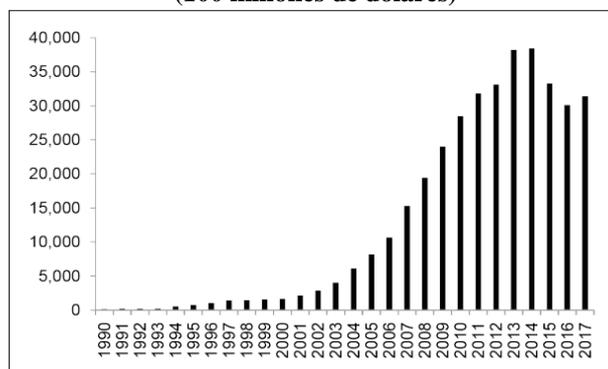
Además, la desaceleración del crecimiento de la economía en los últimos años, el rescate de las bolsas en momentos de caídas abruptas, el mantenimiento del tipo de cambio del yuan dentro de los límites que las autoridades consideran adecuados, y el incremento de la deuda, han provocado importantes salidas de capitales del país.

Todas estas dificultades han podido ser sorteadas gracias a los mecanismos de regulación y control de que disponen las autoridades y las enormes reservas internacionales con que cuenta el país. Precisamente en gran parte debido a la necesidad de hacerle frente a las dificultades mencionadas, las reservas han experimentado una reducción en los últimos años (Gráfico 15), aunque todavía se consideran las mayores del mundo¹⁵⁹ (Gráfico 16), acumulando 3.2 billones de dólares en 2018 según las cifras más actuales del FMI. (Dinero.com, 2018)

¹⁵⁸ Para ampliar sobre la reforma financiera china consultar (Molina y Regalado, 2003).

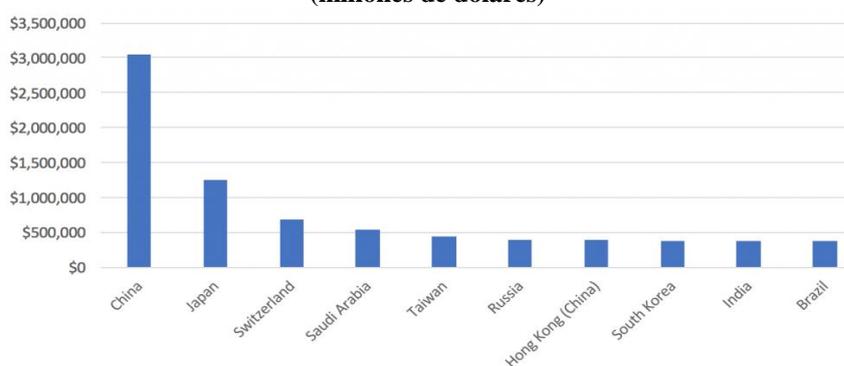
¹⁵⁹ Las enormes reservas de divisas que posee de China son el resultado principalmente del dinamismo de sus exportaciones, que han contribuido, junto a otros ingresos, a un sostenido superávit en balanza de pagos.

Gráfico 15
China. Reservas internacionales de divisas, 1990 – 2017
(100 millones de dólares)



Fuente: Tobin y Volz, 2018

Gráfico 16
Reservas internacionales en divisas. 2017
(millones de dólares)



Fuente: Carta financiera, 2017

Para enfrentar las debilidades y desequilibrios que adolece el sistema financiero, la reforma financiera ha entrado en una nueva fase de profundización, orientada de manera prioritaria al sector bancario, principal segmento del sistema financiero, con el objetivo de reforzar la solidez financiera de las instituciones, a fin de que respondan adecuadamente a las exigencias del desarrollo interno, que contribuyan a resolver los desequilibrios y las vulnerabilidades que persisten, y se hagan más competitivas frente a las entidades extranjeras, en el entorno actual de mayor apertura y liberalización.

Además, la reforma se extiende al resto del sistema financiero, con vistas a perfeccionar los mercados cambiarios y de valores, fomentar la innovación financiera y fortalecer la regulación y supervisión.

En particular, en los últimos años las autoridades monetarias y financieras están enfrascadas en un proceso de fortalecimiento de las medidas regulatorias dirigidas a reducir el apalancamiento en el sistema financiero y manejar los riesgos del sector, lo que ha tenido un efecto positivo en la reducción de los créditos otorgados por la banca a la sombra. Asimismo, han puesto en vigor nuevas iniciativas para estabilizar los mercados de

acciones, apoyando (e incentivando a otras entidades para que apoyen) a empresas en problemas, fundamentalmente a pequeñas y medianas empresas. (Feng, 2018)

CONSIDERACIONES FINALES

El desarrollo del sistema financiero chino se ha hecho evidente a partir del proceso de reforma iniciado a fines de la pasada década. Este ha posibilitado el avance del proceso de reforma económica y ha contribuido a los logros obtenidos por el país en términos de crecimiento económico y social.

Desde los años 2000 también la participación de China en las finanzas internacionales ha crecido de manera significativa, siendo en estos momentos un actor mundial de peso considerable. Ha pasado de simple receptora de recursos financieros desde el exterior a proveedora de capitales al resto del mundo, no solo subdesarrollado, sino también desarrollado.

Su moneda, si bien no puede considerarse aún una divisa totalmente internacional, ha comenzado a desempeñar un papel cada vez más relevante en las finanzas mundiales, por su utilización en el comercio (pagos y financiamiento) y como moneda de inversión.

Por otra parte, sus instituciones financieras cada vez ocupan lugares más prominentes en el ámbito internacional.

Todo ello supone retos para China, que deberá enfrentar fortaleciendo más su economía y su sistema financiero. De ahí que la reforma financiera se considere como un proceso no acabado, en constante transformación, en aras de dar respuesta a las metas pendientes y resolver las nuevas contradicciones que surgen como resultado del propio proceso de reformas y los cambios en el entorno internacional.

El resultado final del ascenso de China en las finanzas internacionales dependerá de la evolución de la economía doméstica y de la coyuntura externa, lo que determinará el plazo en que el gigante asiático alcance su total protagonismo en este ámbito. Sin embargo, lo más importante en ese sentido es tratar de interpretar lo que ello significará para el mundo y cómo los diferentes actores deberán adaptarse y saber aprovechar esa circunstancia.

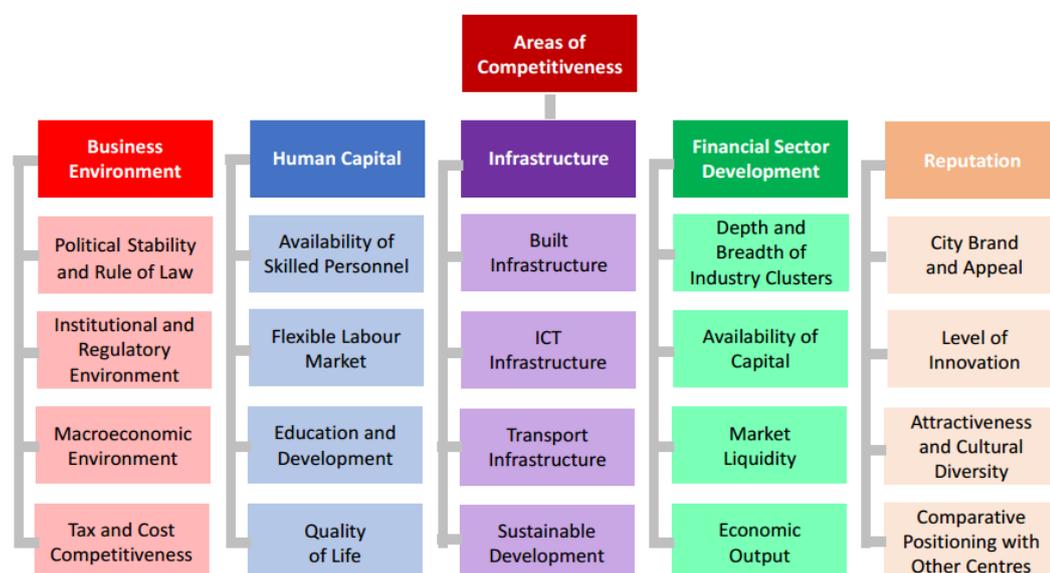
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (2018). *Global Financial Developing Report 2017-18. Bankers without Borders*, <http://www.worldbank.org>
- BIS (Bank for International Settlements) (2019). *Quarterly Review*, March, Basilea, <http://www.bis.org>
- _____ (2018) *Quarterly Review*, December.
- _____ (2017^a). *Quarterly Review*, December.
- _____ (2017^b). 87th Annual Report, June.
- _____ (2016^a). *Quarterly Review*, December.

- _____ (2016^b). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016*, September.
- Carta Financiera (2017). *Los 10 bancos centrales con más reservas del mundo*, www.cartafinanciera.com/tendencia.../los-10-bancos-centrales-con-mas-reservas-del-mundo.
- Carstens, A. (2018). Big tech in finance and new challenges for public policy, FT Banking Summit, London, December 5. <https://www.bis.org/speeches/sp181205.htm>
- Cerutti, E., Koch, C., Pradhan, S.K. (2018). The growing footprint of EME banks in the international banking system, *BIS Quarterly Review*, December, <http://www.bis.org>
- CDI-Z/Yen (2018). *The Global Financial Centres Index 24*, Sept, http://www.GFCI_24_final_Report.pdf
- Claessens, S., Frost, J., Turner, G. Feng, Z. (2018). Mercados de financiación fintech en todo el mundo: tamaño, determinantes y cuestiones de política, *Informe Trimestral del BPI*, Septiembre. www.bis.org
- Cunningham, A. (2017). *World Safest Banks 2017*, Nov 9. <https://www.gfmag.com/magazine/.../worlds-safest-banks-2017>
- Dinero.com (2018). Economías con mayores reservas internacionales según el FMI, Marzo 7, 2018, <https://www.dinero.com/noticias/reservas-internacionales/1738>
- Ehlers, T. y Packer, F. (2013). FX and derivatives markets in emerging economies and the internationalization of their currencies, *BIS Quarterly Review*, December 8, <http://www.bis.org>
- Feng Z. (2018). Equity pledge financing and the Chinese stock market, *BIS Quarterly Review*, December.
- FMI (2017^a). *Global Financial Stability Report*, Oct, <http://www.imf.org>
- _____ (2017^b). *IMF Releases Data on the Currency Composition of Foreign Exchange Reserves Including Holdings in Renminbi*, Mar 31
- _____ (2016): *Ficha técnica: derechos especiales de giro (DEG)*, Oct 1^o, <http://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>.
- Greifeld, K. and Chen, T. (2018). As Trump Slams China on Yuan, Currency Market Trades Record Amounts, *Bloomberg*, Ago 30, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-29/as-trump-slams-china-on-yuan-fx-market-trades-record-amounts>
- Heubl, B. (2018). The numbers behind China's overseas development loan risks, *Nikkei Asian Review*, April 15
- HSBC (2018). *2017 Renminbi Internationalisation Survey Report*, Feb
- IMI (2017). *RMB Internationalization Report 2017*, <http://www.imi.org.cn/en/?p=2850>
- Kyngé, J., Hornby, L., y Weinland, D. (2018). China development banks expand links with foreign lenders, *Financial Times*, Jul 15.

- Mitsuru, Y. (2018). Will China's Foreign Aid Provoke a "Debt Trap"?, *Eyes of IIMA* (Institute for International Monetary Affairs), September, 3th.
- Molina, E. y Regalado, E. (2016). Finanzas internas de China. Situación actual y perspectivas, *Revista Cubana de Economía Internacional*, No.1, Feb 2016, ISSN 2408-9893, <http://www.rcei.uh.cu/index.php/rcei>
- _____ (2003). La reforma financiera en China. *Revista Economía y Desarrollo*, No. 2, ISSN 0252-8584, Universidad de La Habana, Cuba.
- Morrison, W. (2015). *China-U.S. Trade Issues*, Congressional Research Service, December 15, RL33536, www.crs.gov
- OECD (2019). *Business insights on Emerging Market 2019*.
- Pueblo en Línea (2015). *China se convertirá en el mayor inversor transfronterizo del mundo*, Jun 30.
- RT (Russia Today) (2018). *China recorta sus inversiones en deuda soberana de EE.UU. en medio de la guerra comercial*, Sep 20, <https://actualidad.rt.com/actualidad/289190-mayor-titular-deuda-soberana-eeuu-recortar>
- Statista (2018). *Value of international debt capital market deals, by currency 2017*
- S&P (2017). *The S&P Global Market Intelligence Report*. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/>
- Sudworth, J. (2015). El impacto del billonario derrumbe de la bolsa de valores en China. *BBC Mundo*, Julio 9.
- SWIFT (2017). *RMB Tracker Special Report*, July
- Torsten E., T.; Packer, F.; and Feng Z. (2016). The changing landscape of renminbi offshore and onshore markets, *BIS Quarterly Review*, December
- Tobin, D. y Volz, U. (2018). *The development and transformation of the financial system in the People's Republic of China*, ADBI Working Paper, No. 825, Mar
- UNCTAD (2017). *World Investment Report*, New York and Geneva.
- UNCTAD (2019). *World Investment Report*, New York and Geneva.
- Xinhua (2019). *China profundiza integración a mercados financieros mundiales con inclusión en índices: FMI*, Junio 20.

ANEXO
DIAGRAMA
PARÁMETROS TOMADOS EN CUENTA PARA LA ELABORACIÓN DEL
INDICE GLOBAL DE CENTROS FINANCIEROS (GFCI)



Fuente: CDI-Z/Yen, 2018

CUADRO
LOS 15 PRINCIPALES CENTROS FINANCIEROS GLOBALES SEGÚN ÁREA DE
COMPETITIVIDAD
Septiembre 2018

Rank	Business Environment	Human Capital	Infrastructure	Financial Sector Development	Reputational and General
1	London	Hong Kong	Hong Kong	New York	New York
2	New York	London	New York	London	London
3	Hong Kong	New York	London	Hong Kong	Hong Kong
4	Singapore	Singapore	Singapore	Singapore	Singapore
5	Chicago	Tokyo	Shanghai	Shanghai	Chicago
6	Shanghai	San Francisco	Tokyo	Tokyo	San Francisco
7	San Francisco	Shanghai	Dubai	Frankfurt	Boston
8	Boston	Chicago	Beijing	Sydney	Shanghai
9	Toronto	Dubai	Sydney	Dubai	Los Angeles
10	Tokyo	Los Angeles	San Francisco	San Francisco	Tokyo
11	Dubai	Boston	Boston	Zurich	Zurich
12	Sydney	Beijing	Toronto	Boston	Toronto
13	Frankfurt	Toronto	Frankfurt	Chicago	Sydney
14	Montreal	Frankfurt	Zurich	Toronto	Dubai
15	Zurich	Paris	Paris	Shenzhen	Dublin

Fuente: CDI-Z/Yen, 2018

CAPÍTULO VIII

LA FINANCIACIÓN AL DESARROLLO Y LOS DESAFÍOS DEL FINANCIAMIENTO CLIMÁTICO: ALGUNOS MENSAJES DE POLÍTICA

Dra. Marlén Sánchez Gutiérrez
Centro de Investigaciones de la Economía Internacional

INTRODUCCION

El análisis sobre financiamiento climático resulta esencial en todo el debate sobre cambio climático. Si bien el tema ha tomado auge en los últimos años, con más énfasis después del Acuerdo de París, todavía está atrapado en una madeja de complejidades técnicas, conceptuales y de intereses que resultan sólo funcionales a los oferentes de recursos.

La ausencia de una definición universalmente consensuada sobre qué entender por financiamiento climático dificulta la consecución de información confiable para evaluar de manera objetiva la dinámica de los recursos que se movilizan a nivel nacional e internacional para enfrentar los efectos derivados del cambio climático. No obstante, es posible identificar líneas generales sobre el tema y definir patrones de comportamientos que demuestran que los acreedores han encontrado un nicho de oportunidades y un excelente negocio en este segmento de las finanzas.

En la práctica, la arquitectura actual de financiamiento climático y las tendencias de los flujos destinados al clima, no son ajenas al patrón prevaleciente en términos de financiación al desarrollo y de la dinámica de los flujos financieros internacionales. En materia climática, se reproducen los mismos esquemas y reglas del juego que caracteriza el movimiento internacional de capitales.

El trabajo se plantea algunas interrogantes: ¿cuáles son las reglas del juego para captar financiamiento climático?, es posible ignorarlas o hay que jugar con ellas?, ¿cómo jugar? Sin grandes pretensiones, el propósito es identificar los puntos en comunes entre la arquitectura de financiación al desarrollo y la de financiamiento climático, ayudar a entender las tendencias que prevalecen en materia de dinámica de flujos climáticos y ofrecer algunas pistas sobre cómo convivir con ellas.

En este contexto, primero se sintetizarán los aspectos relevantes de la dinámica actual de las finanzas internacionales en general y de los flujos de capitales en particular; luego se abordará el problema conceptual y metodológico de partida que tiene el tema: la ausencia de consensos sobre qué entender por financiamiento climático y sus implicaciones. Posteriormente se explicará la complejidad de la arquitectura del financiamiento climático, se identificarán los desafíos y se sintetizarán algunos hallazgos en términos de coincidencias con el patrón actual de comportamiento de la financiación al desarrollo. Por último, se ofrecerán algunos mensajes de política que pueden resultar útiles en el necesario proceso de aprendizaje que se requiere para competir por este tipo de recursos.

DINÁMICA ACTUAL DE LAS FINANZAS INTERNACIONALES: ENTENDIENDO LAS REGLAS DEL JUEGO

A pesar del mayor dinamismo del crecimiento económico global se vienen acumulando riesgos y desequilibrios asociados a disputas comerciales, vulnerabilidades financieras y tensiones geopolíticas que cuestionan la estabilidad y sostenibilidad de los niveles de actividad económica.

La incertidumbre que generan las expectativas con relación a las políticas económicas de las potencias hegemónicas, en particular la divergencia de las políticas monetarias, unido a la acentuación de las vulnerabilidades específicas de cada país ha desatado una creciente inestabilidad y volatilidad de los tipos de cambios y de los mercados financieros que provoca correcciones imprevistas en los mercados y cambios repentinos en la dinámica de los flujos de capitales ante cualquier shock externo.

Si bien se mantiene un crecimiento moderado de la liquidez global, los países subdesarrollados canalizan a penas una cuarta parte de esos flujos. La tendencia actual de la política monetaria de la Reserva Federal (FED) apunta hacia un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales que provoca un encarecimiento del crédito, fuga de capitales de economías emergentes y una apreciación del dólar que incrementa la deuda y desestimula las importaciones de los países subdesarrollados.

Una *primera lectura*, tiene que ver con la autonomía en la política económica en un contexto de creciente liberalización e interconexión entre economías y mercados que reduce el espacio de las autoridades nacionales para corregir sus desequilibrios internos a partir del diseño de políticas domésticas. Por muy coherentes que sean las mismas son muy vulnerables, solo que ahora se trata de una dimensión más sofisticada de la típica vulnerabilidad externa ya que son **las expectativas** en torno al sesgo de la política monetaria de la FED y del Banco Central Europeo el factor esencial que explica la dinámica de los mercados financieros y la trayectoria de los flujos de capitales.

Por otro lado, si bien la tecnología sigue siendo lo que está en la base de las tendencias que predominan en los mercados financieros internacionales¹⁶⁰, hoy las tecnologías disruptivas están revolucionando el mundo de las finanzas, las llamadas tecnofinanzas cada vez ganan más espacio en la transformación de los procesos financieros.

Una *segunda lectura* a considerar es el desafío que estas reglas plantean en términos de introducir plataformas tecnológicas complejas, costosas y que requieren de cambios institucionales, generación de capacidades y altos niveles de conectividad en un contexto en que muchos países se encuentran desfasados en el uso de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC).

¹⁶⁰ Que es lo que facilita la integración financiera, la desregulación, la liberalización, la innovación, el diseño de nuevos productos y procesos financieros, la titularización del financiamiento y, la bancarización y profundización de los sistemas bancarios y financieros.

Las corrientes financieras internacionales, por su parte, se concentran entre los países desarrollados que son los principales receptores y fuentes de todo tipo de flujo; predominan los privados, esencialmente en forma de IED; dentro de los flujos de deuda, los bonos son más dinámicos que los préstamos bancarios; los flujos oficiales de carácter más concesional y los esquemas de alivio de deuda existentes se concentran en países de muy bajos ingresos¹⁶¹. Existe, además, una amplia gama de mecanismos innovadores de financiación al desarrollo que potencialmente pueden ser prometedores pero que tropiezan con trabas de implementación por falta de voluntad política y de respaldo internacional.

La *tercera lectura* es que hay que entender que los flujos de capitales no llegan a las economías por gravedad, sino que responden a incentivos y a sus propias reglas; competir por ellos es un desafío, entre otras razones por el tema concentración, porque tener una atractiva ley de IED no es suficiente, porque emitir bonos no significa que se puedan colocar con facilidad en los mercados y por el carácter negociable de estos títulos que dispersa la deuda entre acreedores anónimos aumentando la vulnerabilidad de los deudores.

En síntesis, las reglas del juego no se pueden ignorar, hay que entenderlas y jugar con ellas; la lección para las economías subdesarrolladas, es que, dada la volatilidad de los mercados monetarios, la inestabilidad de las corrientes de capital, el predominio de los flujos privados y su concentración en los países de mayor desarrollo relativo, lo más prudente parece ser potenciar las alianzas público-privadas; diversificar la cartera de financiamiento en términos de fuentes, instrumentos y composición monetaria y; profundizar en el estudio de las tecnofinanzas para anticiparse a sus impactos en cuanto a diseño de política monetaria y mecanismos de regulación.

La pregunta es si en la trayectoria de los flujos climáticos se aprecian coincidencias con el panorama descrito en materia de tendencias de los flujos internacionales de capitales o, si, por el contrario, el patrón de comportamiento refleja realidades diferentes a la lógica del capital.

EL FINANCIAMIENTO CLIMÁTICO: HACIA LA BÚSQUEDA DE CONSENSOS

A pesar de que el Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático (IPCC) produce las investigaciones científicas que se necesitan para entender las urgencias planteadas por el cambio climático y de que sus resultados son una fuente inobjetable de referencia para las negociaciones en el marco de las Cumbres de las Partes sobre Cambio Climático (COPs), todavía la información científica sobre financiamiento climático es limitada y las brechas de conocimiento son considerables.

El tema está atrapado en un problema metodológico que es esencial para disponer de un adecuado proceso de Medición, Verificación y Reporte de la información cuantitativa y cualitativa necesaria para darle seguimiento a los flujos climáticos y evaluar su impacto.

¹⁶¹ Excepto Haití, el resto de los países de América Latina y Caribe se consideran países de ingreso medio.

De hecho, prevalece una diversidad de criterios sobre qué incluir en la definición de financiamiento climático, algunos consideran que deberían contabilizarse sólo los recursos adicionales que se mueven con fines de mitigación y adaptación; en cambio, otros creen pertinente la inclusión de todos los flujos que se movilizan para ambos fines, incluido la IED. Este último enfoque parecería más lógico porque permitiría alinear los flujos internacionales de capitales con las prioridades climáticas y de desarrollo y se evitarían los problemas de doble contabilidad.

De cualquier manera, más allá de los matices en torno al debate conceptual sobre el tema lo importante es entender que las finanzas climáticas no deben reducirse sólo a la movilización de recursos financieros. Para transformar los patrones de producción y consumo que es lo que se requiere para enfrentar con seriedad los efectos derivados del cambio climático, se necesita capital, pero también transferencia de conocimientos, experiencias, tecnologías, generación de capacidades y asistencia técnica.

En este contexto, el Comité Permanente sobre Finanzas de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático (CMNUCC) en su evaluación Bial y su Reporte Técnico sobre el panorama de los flujos de financiamiento climático del 2018 ofrece un conjunto de recomendaciones metodológicas para que las Partes refuercen la transparencia, la consistencia y la comparabilidad de los datos sobre los flujos que movilizan, sus necesidades de generación de capacidades técnicas y financieras y el apoyo recibido. Al mismo tiempo, las invita a que mediante su membresía en las instituciones financieras internacionales refuercen los esfuerzos para armonizarlas metodologías de compilación y reporte sobre financiamiento climático entre las organizaciones internacionales y los bancos multilaterales. (UNFCCC, 2018)

Sólo que preocupa que este proceso de construcción de consensos en torno al tema, exige de mucha voluntad política, compromiso y cooperación a nivel internacional que ha sido históricamente la gran ausencia de la agenda de financiación al desarrollo. No obstante, el marco de referencia internacional existente en la actualidad para el seguimiento del financiamiento climático pudiera contribuir desde diferentes perspectivas a fomentar compromisos y potenciar esa construcción de consensos. El Acuerdo de París (2015), la Agenda Global de Desarrollo (2015) y, el Marco de Sendai para la reducción de Riesgos de Desastres (2015-2030) son los referentes internacionales esenciales para monitorear el comportamiento del financiamiento climático.

Con relación al Acuerdo de París, una mirada a su naturaleza jurídica permite agrupar los artículos en tres paquetes de acciones y en cada uno de ellos el tema del financiamiento es recurrente. Un primer *Paquete de ambición*¹⁶² que incluye dentro de los objetivos a largo plazo una meta de financiamiento para cambiar las inversiones a un desarrollo flexible de bajo carbono (artículo 2); un *Paquete de apoyo*, que también hace referencia a la movilización de recursos financieros y no financieros en los Artículos 9, 10, 11 y 12 y; un

¹⁶² Objetivos a largo plazo (artículo 2), Acción nacional (artículo 3), Mitigación (artículo 4), Adaptación (artículo 7), Pérdidas y daños (artículo 8). (UNFCCC, 2015)

Paquete de reglas donde sobresale la necesidad de un marco de transparencia para fomentar la confianza mutua y promover la aplicación efectiva del Acuerdo. (UNFCCC, 2015)

Alcanzar las metas consensuadas en el Acuerdo de París, necesitará de una acción internacional concertada en una escala y velocidad sin precedentes. Esto obliga alinear las acciones climáticas con la Agenda Global de Desarrollo y a reforzar los vínculos que existen entre esta última y la Agenda de Acción de Addis Abeba (AAAA) resultante de la Tercera Cumbre Internacional sobre Financiación al Desarrollo.

Aunque la Agenda de Desarrollo Sostenible 2030 se articula en torno a objetivos y resultados mientras que la AAAA se estructura alrededor de los diferentes medios de implementación de carácter financiero o no financiero, ambas presentan importantes sinergias. La implementación de cada ODS considera aspectos de los diferentes ejes temáticos del proceso de Financiación al Desarrollo y cada uno de los ámbitos de acción de la AAAA hace referencia a los ODS.

La acción climática es el ODS 13 pero está conectado con el desarrollo sostenible en sentido amplio, al mismo tiempo, las medidas de adaptación y mitigación para disminuir el riesgo climático pueden interactuar con otros ODS, aunque no necesariamente de manera positiva. Es cierto que los impactos negativos no siempre pueden evitarse, pero pueden administrarse mediante un adecuado ejercicio de planificación que permita crear las condiciones adecuadas para el desarrollo a largo plazo; para ello, mejorar el acceso a financiamiento climático internacional y alinear las finanzas y la tecnología con las necesidades locales es un requisito indispensable. (IPCC, 2018)

Por su parte, el Marco de Sendai para la Reducción de Riesgos de Desastres 2015-2030 establece dentro de las prioridades de acción la inversión en Reducción de Riesgos de Desastres para aumentar la resiliencia y dentro de los objetivos globales se plantea el fomento de la cooperación internacional con países subdesarrollados. (Naciones Unidas, 2015)

La pregunta entonces es cómo competir por los recursos climáticos, ¿cuáles son las reglas del juego?

LA ARQUITECTURA DEL FINANCIAMIENTO CLIMÁTICO Y LA COMPETENCIA POR LOS RECURSOS: ¿MÁS DE LO MISMO?

Son múltiples los fondos, canales de financiación, actores, instrumentos y mecanismos relacionados con los flujos climáticos lo que se traduce en una Arquitectura de Financiamiento Climático compleja con visibles contradicciones entre sus objetivos declarados -incrementar los flujos y fortalecer la cooperación e intercambio de experiencias- y las dinámicas de funcionamiento que prevalecen.

Por un lado, están los mecanismos financieros de la CMNUCC donde sobresale el Fondo Mundial de Medio Ambiente (*Global Environment Fund - GEF*¹⁶³) que administra dos fondos especiales para atender necesidades de países subdesarrollados: el Fondo para Países Menos Adelantados (*Least Developed Countries Fund - LDCF*), dirigido fundamentalmente para apoyar necesidades urgentes de mediano y largo plazo en materia de adaptación de los países de menor desarrollo relativo y; el Fondo Especial sobre Cambio Climático (*Special Climate Change Fund - SCCF*), que cubre necesidades de todos los países subdesarrollados sin hacer distinción de sus niveles de ingreso¹⁶⁴. (UNFCCC, 2016)

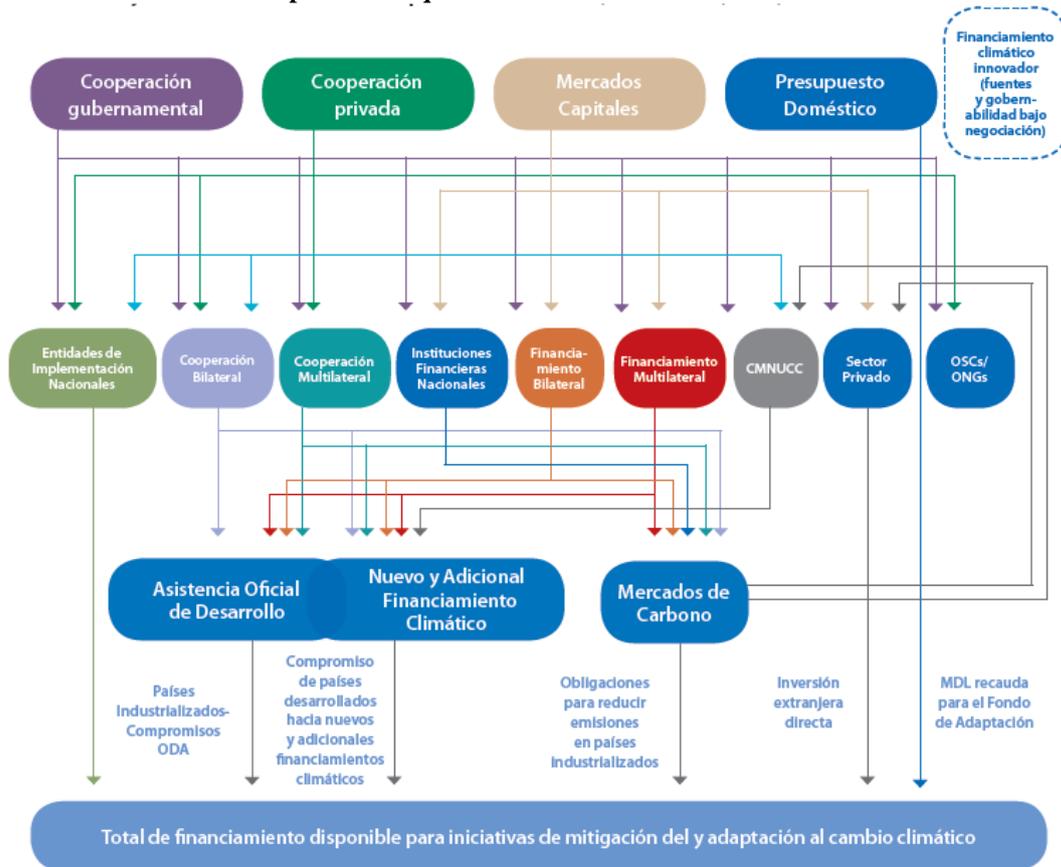
Además, está el Fondo de Adaptación, creado bajo el Protocolo de Kioto y el Fondo Verde para el Clima (*Green Climate Fund – GCF*) que se espera se convierta en el principal mecanismo de financiamiento multilateral para apoyar las acciones climáticas en los países subdesarrollados y desempeñe un importante papel en el cumplimiento de las metas de reducción de emisiones que los países comprometieron a través de las Contribuciones Nacionalmente Determinadas (CND).

Fuera de la CMNUCC y del Protocolo de Kioto existen múltiples Fondos que son gestionados por otros organismos internacionales, particularmente el Banco Mundial y están también los que operan de manera indirecta a los esfuerzos de protección climática, como los bancos de desarrollo, el sector privado, las ONG y la Sociedad Civil.

¹⁶³ Es el más antiguo, se creó en 1992 en la Cumbre de la Tierra con el propósito de hacerle frente a los problemas ambientales más acuciantes del planeta. Actualmente es una alianza internacional conformada por 183 países, instituciones internacionales, organizaciones de la sociedad civil y sector privado que se focalizan en temas ambientales globales.

¹⁶⁴ Ambos Fondos se establecieron en el 2001 en la COP 7 y actualmente están comprometidos con la implementación del Acuerdo de París.

Diagrama 1
Mapa de la Arquitectura del Financiamiento Climático



Fuente: PNUD, 2012.

Cada vez son más los actores que abordan estos temas a través de iniciativas bilaterales y multilaterales. Lo que sucede es que esa proliferación de fondos plantea una duplicidad de atribuciones y en la práctica lo que se visualiza es una larga lista de objetivos, intenciones y mandatos, ambigüedad en algunos de los conceptos clave y en el diseño de los requisitos para acceder a los recursos. Todo ello abre una permanente brecha entre las condiciones específicas de cada país y las reglas “universales” que también son ambiguas.

De modo que los países se enfrentan a un modelo fragmentado y descentralizado que se caracteriza por la coexistencia de múltiples instrumentos, mecanismos y fuentes descoordinadas de financiamiento dificultando la competencia por los recursos y exacerbando la ya existente desigualdad entre distribución de los costos y los impactos del cambio climático. Los países más expuestos y vulnerables frente a la variabilidad climática, son los que tienen la menor responsabilidad histórica y presente en las concentraciones de CO₂ en la atmósfera y sin embargo, se encuentran en franca desventaja para canalizar los recursos que necesitan para enfrentar el cambio climático.

Sin dudas, la definición de una hoja de ruta transparente para el apoyo financiero de los países desarrollados a las acciones de respuesta al cambio climático de los países subdesarrollados sigue siendo un tema pendiente. Si bien el compromiso es de otorgar 100 mil millones de dólares anuales hasta el 2020 y definir nuevos compromisos a partir de esa

fecha, existe una brecha entre compromisos y desembolsos que no alcanza a cerrarse. (IMF, 2016)

A pesar de los problemas de medición, la inexactitud de las estadísticas, su rezago y la utilización de diferentes metodologías de compilación, verificación y reporte, es posible percibir determinados comportamientos que parecieran definir tendencias muy claras.

En el 2017, el Club de Instituciones Financieras de Desarrollo (CIFD) compuesto por 24 miembros de países desarrollados y subdesarrollados¹⁶⁵ comprometieron recursos para cambio climático y medio ambiente por un valor de USD 220 mil millones. De ellos alrededor de un 90% para acciones de cambio climático. Ver gráfico 1

Gráfico 1
Desglose de los nuevos compromisos de financiamiento verde del CIFD
 (miles de millones de dólares)



Fuente: IDFC, 2018.

Al menos tres lecturas pueden derivarse del gráfico. La primera es que se trata de compromisos no de desembolsos lo que tiende a sobre dimensionar las cifras; en ocasiones, esta información se diluye intencionalmente o porque no se logra captar, lo cierto es que la brecha entre compromisos y desembolsos suele ser significativa.

Segundo, las estadísticas están agregadas lo que da margen a la doble contabilidad cuando se analizan los compromisos por países donde no siempre se distingue lo que éstos movilizan por la vía bilateral de lo multilateral. Tercero, el 83% de esos compromisos es para fines de mitigación y energía limpias, lo que indudablemente es una buena noticia porque son esas las acciones que van a la causa del problema, que contribuyen a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera, a la eficiencia

¹⁶⁵ Cassa depositi e prestiti (CDP), Italia; Black Sea Region, Grecia; Black Sea Trade and Development Bank (BSTDB), Francia; Agence Française de Développement (AFD); Croatian Bank for Reconstruction and Development (HBOR), Croacia; KfW Bankengruppe, Alemania; Industrial Development Bank of Turkey (TSKB); Vnesheconombank (VEB), Rusia; Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG), Marruecos; Development Bank of Southern Africa (DBSA); Western Africa Region, Togo; Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD); Eastern & Southern Africa Region (Burundi & Mauritius); the Eastern and Southern African Trade and Development Bank (TDB); Small Industries Development Bank of India (SIDBI); a China Development Bank (CDB); The Korea Development Bank (KDB), Corea del Sur; Japan International Cooperation Agency (JICA); Central American Bank for Economic Integration (BCIE/CABEI), Honduras; Nacional Financiera (NAFIN), México; Development Bank of Latin America (CAF), Venezuela; Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE), Perú; Bancoldex S.A., Colombia; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Brasil; Banco Estado (BE), Chile; Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (ICD), Arabia Saudita; International Investment Bank (IIB), Hungría.

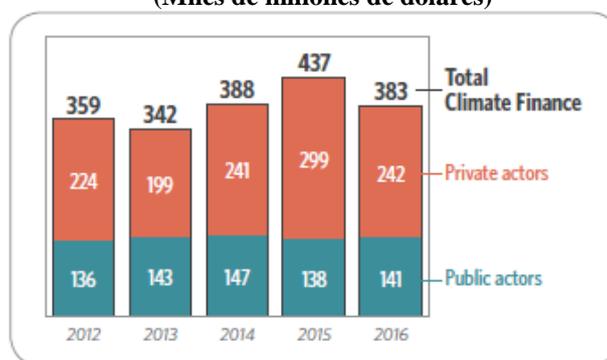
energética y a la transformación hacia una economía bajo en carbono a partir del uso de energías renovables.

Sin embargo, desde la perspectiva de los países menos adelantados, de los pequeños estados insulares y de los países con costas que son los más vulnerables a los impactos derivados del cambio climático, la adaptación se presenta como una necesidad, como una cuestión de supervivencia, mientras que la mitigación es una oportunidad de transitar hacia una economía verde.

Lamentablemente, esa no es la prioridad de los oferentes de recursos, el patrón de comportamiento reflejado en el gráfico se repite en las prioridades de los diferentes actores, la apuesta global es por la mitigación y no es casual. Los inversores han identificado una excelente oportunidad de negocios en el tema de la energía renovable, la eficiencia energética y el transporte, no porque les interese mucho que el planeta sea más verde, sino por el costo de oportunidad que supone el ultimátum de que o se cambian los patrones de producción y consumo, o se pone en riesgo la supervivencia de vida en el planeta.

La buena noticia es que, en general, la tendencia de la trayectoria de los flujos es al alza pese a que suelen darse algunos movimientos a la baja como resultado de los ciclos de los proyectos y de los vaivenes del costo de la tecnología renovable, que también tienden a fluctuar. Ver Gráfico 2.

Gráfico 2
Desglose del financiamiento climático global por fuente.
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Climate Policy Initiative (CPI), 2017.

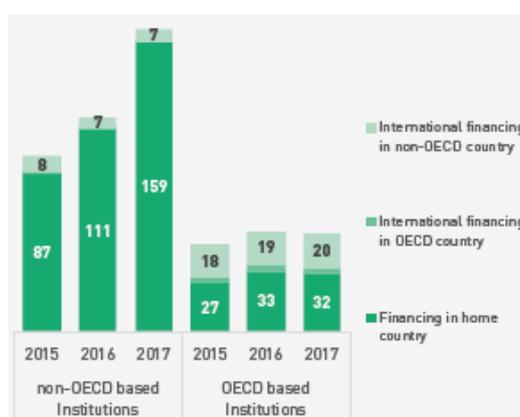
La inversión privada en energía renovable de China ha sido determinante en el comportamiento de los flujos durante el 2015, también la de Estados Unidos y Japón en energía renovable. En el 2016, nuevamente China marca la diferencia en esta oportunidad con una menor generación de capacidades incidiendo en la disminución de los flujos, aunque también incidió la caída del costo de la tecnología solar. (CPI, 2017)

Lo significativo, es que se asiste a una privatización del financiamiento climático, son los actores privados los que muestran un mayor dinamismo, fundamentalmente aquellas compañías que se dedican a proyectos de reducción de emisiones y otras que no se

focalizan de manera directa en el tema de la energía, pero invierten en él porque les resulta lucrativo. No se trata por tanto de una inversión de impacto, la intencionalidad no es la de generar valor social, no es una inversión ‘impulsada por la demanda’ sino por ‘la oferta’ que busca obtener sólo beneficios financieros.

Por otro lado, según la información del CIFD, no son las instituciones asociadas a los países de la OECD las más dinámicas en la movilización de flujos climáticos, tampoco el financiamiento internacional es el que tiene más peso, aunque es más representativo en el caso de las instituciones asociadas a los países de la OECD tal y como se refleja en el Gráfico 3.

Gráfico 3
Compromisos de financiamiento verde de países de la OECD y de los no- OECD
 (miles de millones de dólares)



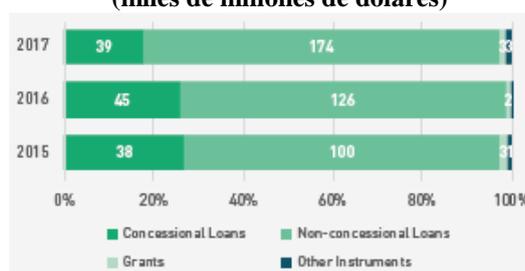
Fuente: IDFC, 2018.

Como se aprecia, dentro de las fuentes e intermediarios de financiamiento climático son las domésticas las que predominan y dentro de ellas juegan un papel determinante las Instituciones Financieras de Desarrollo. Los gobiernos y agencias de gobiernos también se han convertido en una importante fuente de movilización de recursos para el clima a partir de un mejor uso de sus presupuestos nacionales.

Nuevamente esta tendencia favorece a los países de mayor desarrollo relativo que son los que cuentan con sistemas financieros desarrollados y bancos de desarrollo sólidos capaces de canalizar considerables montos de financiamiento. Además, estas economías están en mejores condiciones de generar ahorro interno, de aumentar la partida de ingresos de sus presupuestos y administrarlo en función de sus prioridades climáticas y de desarrollo.

Por tipo de instrumentos, el siguiente gráfico refleja que los préstamos parecen ser los más generalmente utilizados en las fuentes públicas, tanto por la vía bilateral como multilateral, sólo que predominan los no concesionales mientras que la tendencia de los concesionales es a disminuir.

Gráfico 4
Compromisos de financiamiento verde por tipo de instrumento
 (miles de millones de dólares)



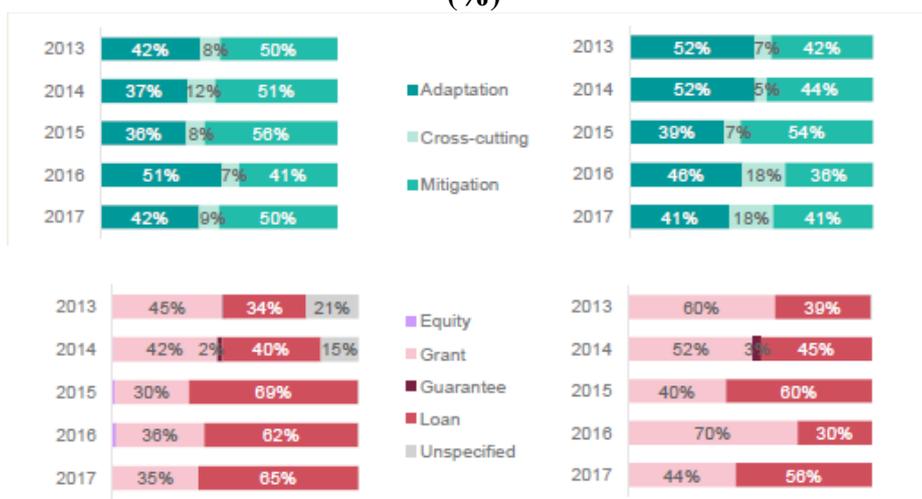
Fuente: IDFC, 2018.

La marcada disminución de los préstamos concesionales corrobora el argumento de que el financiamiento climático se ha convertido en un excelente negocio y que realmente hay más discurso e intenciones que compromisos reales en ayudar a aquellos países más vulnerables. En el Anexo se observa como el componente de donación es más representativo en el financiamiento público bilateral que en el multilateral lo que deja claro el conflicto de intereses que subyace en la lógica de la financiación climática.

Este panorama se exagera cuando se hace una mirada más aguda al comportamiento del financiamiento climático que reciben los países menos adelantados y los pequeños estados insulares donde se constata que el mismo responde a la lógica del capital y no a la de salvar al planeta.

Nótese como la distribución del financiamiento por tipo de acción climática que se moviliza para este grupo de países es más proporcional que cuando se analiza en términos agregados. Ver Gráfico 5.

Gráfico 5
Desglose del financiamiento climático público a los PMA* (izquierda) y SIDS (derecha) por destino y por tipo de instrumento**
 (%)



*Less Development Countries

** Small Islands Development States.

Fuente: OECD, 2019.

Lo que sucede, es que para este grupo de países la prioridad es la adaptación, todo lo que se haga para mitigar es bienvenido porque apunta hacia la raíz del problema, pero estas naciones no son grandes emisores, por el contrario, son responsables de menos del 1% del total de emisiones de dióxido de carbono a la atmósfera. El que las acciones de mitigación y adaptación vayan en paralelo sería lo óptimo para las economías subdesarrolladas en general porque garantiza ir avanzando en la transformación de la matriz energética de los países y al mismo tiempo ganando en resiliencia; sin embargo, este no es el escenario ideal para los SIDs, este grupo si no se adapta no tendrá tiempo para mitigar.

De modo que preocupa que la tendencia apunte hacia una disminución de los flujos destinados a la adaptación para ambos grupos de países. La buena noticia, en el caso de los pequeños estados insulares es que aumenta la proporción de aquellos flujos que se encuentran en la frontera de la adaptación y la mitigación con lo cual se pueden conciliar los intereses y las prioridades de oferentes y demandantes de recursos.

También preocupa la franca tendencia a la disminución del componente de donación dentro de la estructura del financiamiento. En el caso de los SIDs representaba en el 2013 el 60% del total mientras que en el 2017 se había reducido a un 44%. Para estas economías el carácter concesional de los créditos, las donaciones y la ayuda humanitaria constituyen piezas claves en el rompecabezas del financiamiento climático. Por un lado, pareciera que existe una mayor comprensión sobre el tema de la prioridad de la adaptación para este grupo de países, pero, por el otro se les otorga fundamentalmente financiamiento de mercado.

Otro tanto ocurre con la concentración de los flujos por áreas geográficas. Asia y Pacífico absorben el 71% del total de los flujos. (IDFC, 2018) No obstante estas cifras hay que tomarlas con cautela porque si se desagregan por tipo de fuente, las lecturas pueden apuntar en otras direcciones.

En el 2017, por ejemplo, los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) movilizaron USD 35 219 millones hacia países subdesarrollados por concepto de financiamiento climático, el 80% con fines de mitigación. Sin embargo, el principal receptor fue América Latina y Caribe por el lado de la mitigación y África Sub sahariana por el de la adaptación. (EBRD, 2017)

Por otra parte, una mirada a la contribución de los mecanismos financieros de la CMNUCC demuestra que, a pesar de los esfuerzos, los compromisos asumidos no guardan ninguna relación con la magnitud de los problemas acumulados y que el discurso va por un lado y la implementación va por otro.

Actualmente, la cartera del FVC cuenta con 102 proyectos aprobados correspondientes a 97 países y por un valor de USD17 600 millones. Sin embargo, sólo 52 proyectos se encuentran bajo implementación y se han desembolsado USD 549 millones, apenas un 3% del total comprometido. (GCF, 2019)

Aunque uno de los objetivos declarados del FVC es destinar proporcionalmente recursos con fines de adaptación y mitigación, lo cierto es que sólo el 23% de los flujos corresponden a adaptación, el 44% a mitigación y el 33% están en la frontera entre ambos tipos de acción. El tema de la frontera, o sea de los flujos que pueden contribuir a ambos fines (reducción de emisiones y aumento de resiliencia) es muy funcional para los oferentes de recursos, es una manera de demostrar compromiso con las prioridades climáticas de los países más vulnerables y a la vez de aprovechar la oportunidad de invertir en un negocio lucrativo.

El siguiente gráfico es otro ejemplo de la ambigüedad con la que se maneja la información estadística y la intencionalidad que prevalece detrás de ello. Se presentan tres categorías de grupos de países donde claramente se yuxtaponen unas con otras ya que muchos de los Países Menos Adelantados normalmente son de África y algunos SIDs son también de ingresos bajos. De modo que un mismo país puede clasificarse en las tres categorías.



Fuente: GCF, 2019.

Lo cierto es que los más vulnerables dentro de esa clasificación son los SIDs y son los que menos financiamiento han recibido del Fondo Multilateral que se espera se convierta en el mecanismo financiero por excelencia de la CMNUCC. De hecho, para este grupo de países se han aprobado 22 proyectos, pero sólo 10 están en ejecución. La buena noticia es que prácticamente la mitad (44%) del financiamiento es en forma de donaciones y que alrededor del 60% es para financiar proyectos del sector público. (GCF, 2019)

El GEF, por su parte, desde su fundación ha proporcionado alrededor de USD 18.1 miles de millones en calidad de donaciones y ha movilizado USD 94.2 miles de millones adicionales en forma de co-financiamiento para más de 4 500 proyectos en 170 países. (GEF, 2019)

En cambio, el LDCF ha financiado hasta el momento 282 proyectos con más de USD 1.3 miles de millones de donaciones y apoya la planificación de las acciones de adaptación dirigidas a las necesidades de resiliencia en varias escalas de tiempo, las inversiones en construcciones resilientes en diferentes sectores prioritarios y, la generación de capacidades en los países para lograr una mejor comprensión de los riesgos, la vulnerabilidad y las mejores prácticas en la competencia por los recursos.

En la Reunión de Alto Nivel del GEF en el marco de la semana de acción Climática de las Naciones Unidas que tuvo lugar en Nueva York a fines de septiembre 2019, Dinamarca, Alemania, Holanda y Suecia se comprometieron a otorgar de manera conjunta USD 160

millones de recursos frescos para el LDCF. Por su parte, Reino Unido se comprometió en explorar recursos adicionales para este apoyar a este mismo Fondo y; el gobierno de Canadá ya había hecho un compromiso de USD 7.5 millones durante la última Cumbre del G7 de agosto 2019 en Francia. (GEF, 2019^a)

En resumen, la arquitectura del financiamiento climático reproduce los mismos patrones de comportamiento que prevalecen en el panorama actual de la financiación al desarrollo lo cual no es sorpresa; en última instancia, los mecanismos de financiamiento climático responden a la lógica del capital y no puede ser diferente.

En este contexto, son varias las **coincidencias encontradas** entre la trayectoria descrita por los flujos climáticos y los flujos financieros internacionales. En ambos casos:

1. Se asiste a una clara **privatización del financiamiento** climático, son los actores privados los más dinámicos en la movilización de recursos.
2. Se aprecian los mismos niveles de **concentración** en los flujos climáticos por fuente, destino (distribución regional y sectorial), tipo de instrumento. Predominan las fuentes domésticas; los recursos se concentran en mitigación y específicamente en los sectores de energía renovable y transporte; los flujos destinados a adaptación se concentran en agricultura y manejo del agua; Asia del Este y Pacífico se reafirma como la región que capta los mayores montos y; los préstamos son el instrumento más utilizado en el caso del financiamiento público.
3. La **cuantía** de los flujos captados es **insuficiente**. Se estima que para lograr reducir el calentamiento global a 1.5 grados se requiere invertir anualmente más de USD 4 millones de millones en el mundo, que financiar las CND exige de más de USD 1 millón de millones anuales en los próximos 15 años y que los países menos adelantados necesitarán entre USD 800 y 900 mil millones hasta el 2030. Los montos canalizados hasta el momento están muy distantes de esas estimaciones.(IFC,2016).
4. La **efectividad** de los recursos es todavía cuestionable. Existe una amplia brecha entre los recursos comprometidos y los desembolsados, lo mismo ocurre con los proyectos presentados y los aprobados. Exactamente el mismo patrón que se refleja en los proyectos financiados por Bancos de desarrollo en términos generales. Además, existe una dicotomía entre prioridades de los oferentes de recursos y necesidades de los receptores.
5. La **accesibilidad** a los recursos. Igual se repite el mismo patrón, los flujos financieros no caen por gravedad, hay que competir por ellos y competir significa conocer y entender las reglas del juego. En el caso del financiamiento climático, las exigencias y requisitos solicitados por los diferentes Fondos Climáticos son técnicamente complejos y requieren de levantar un cúmulo de información sobre los niveles de impactos a nivel local que en la práctica forma parte de una nueva versión de condicionalidad por muy lícita que esta sea.

En resumen, el carácter contradictorio del financiamiento externo también se manifiesta en el ámbito del financiamiento climático; se expresa de manera más solapada, tal vez a un

perfil más bajo, pero es más de lo mismo, dichos flujos responden a la lógica del capital y son funcionales a los intereses de los oferentes de recursos.

ALGUNOS MENSAJES DE POLÍTICA

Históricamente lo que ha tipificado a los países subdesarrollados en materia de inserción financiera internacional es su posición subordinada por ser tomadores y no fijadores de precios en los mercados internacionales.

En materia de financiación climática la situación no es muy diferente. Aceptando como dato que es bien difícil en el contexto actual cambiar esa situación de subordinación, o sea, aceptando las limitaciones por el lado de la oferta, se intentarán hacer un análisis por el lado de la demanda.

En este contexto, es lamentable que aún prevalezca una desconexión entre necesidades y oportunidades de financiamiento. Sucede con frecuencia que existen recursos disponibles para ser canalizados en un tiempo determinado y vence el período sin que dichos recursos encuentren una demanda efectiva por la incapacidad de los países receptores de presentar proyectos que cumplan con las exigencias requeridas. Eso es una irracionalidad.

Se necesita ser más proactivos en la competencia por los recursos, pero ello supone una secuencia de tres pasos que parecieran muy obvios, pero no lo son: conocer las reglas del juego, entenderlas y saber cómo jugar moviendo cada ficha del rompecabezas del financiamiento climático con tacto y absoluta coherencia.

En este contexto son varios los mensajes de política que pudieran considerarse:

1. **Fortalecer el proceso de generación de capacidades** a diferentes niveles y escala en tres ámbitos fundamentales: la comprensión objetiva de los riesgos y las vulnerabilidades, la planificación coherente de las acciones de mitigación y/o adaptación y, la financiación climática que igualmente pasa por la comprensión de cómo competir por los recursos¹⁶⁶ y cómo planificar las opciones de financiamiento de manera que puedan alinearse con las prioridades climáticas y de desarrollo.
2. **Diseñar una Cartera de Proyectos sobre Cambio Climático.** Contar con una cartera de esta naturaleza permitiría identificar las necesidades a nivel de país, territorial y local facilitando el acceso a los recursos acorde a las prioridades climáticas de receptores y de oferentes de flujos. Lo más eficaz y políticamente sostenible es centralizar dicha cartera en el Ministerio u Organismo correspondiente y que sea coherente con las estrategias nacionales de cambio climático; esto obliga fortalecer el marco legal e institucional para

¹⁶⁶ De manera particular es crucial fortalecer el proceso de generación de capacidades en la problemática de la elaboración de proyectos teniendo en cuenta las especificidades que exige cada Fondo con vista a acortar los tiempos para materializarlos. Actualmente los procesos de preparación de proyectos son muy lentos, no sólo por problemas de burocracia institucional de los Fondos Climáticos sino también porque los presentadores de proyectos no logran levantar toda la información que se requiere para fundamentar los mismos por su complejidad y a veces también por desconocimiento.

el enfrentamiento del cambio climático para luego integrar la problemática de las finanzas climáticas de manera sistémica.

3. **Diversificar las fuentes de financiamiento.** Resultaría prudente explorar las múltiples fuentes y canales existentes, así como la variedad de instrumentos y mecanismos de financiación para diversificar la cartera de inversiones y evitar los problemas planteados por la concentración. La Arquitectura Actual de Financiamiento Climático ofrece todo un abanico de opciones que es preciso estudiar porque algunas suelen ser complejas, pero también muy funcionales a las particularidades de determinados sectores y ámbitos de acción (mitigación y/o adaptación).
4. **Contar con un adecuado Sistema de Verificación, Medición y Reporte (SVMR) a nivel nacional.** Definir una metodología para rastrear, clasificar y medir el financiamiento destinado a acciones de mitigación -adaptación y homogeneizarla a nivel global para poder evaluar la trayectoria de los flujos climáticos y sus impactos en las economías receptoras.
5. **Incluir el Cambio Climático como una categoría más del presupuesto nacional.** Es imprescindible esclarecer y perfeccionar los presupuestos tradicionales por concepto de gastos para el cambio climático; el tema ha pasado a ser tan importante que merece ya de un tratamiento diferenciado en el diseño del presupuesto. Dada la naturaleza transversal del cambio climático, las acciones específicas para enfrentarlo suelen diseminarse entre diferentes sectores, el reto está en lograr alinear la estrategia de cambio climático con la estrategia de desarrollo nacional para así lograr que los recursos que se movilizan cubran las prioridades climáticas, pero también las de desarrollo sostenible.
6. **Identificar el mecanismo más adecuado.** No existe un mecanismo universal más adecuado, el mismo depende de las circunstancias económicas, políticas y de política de cada país y de sus retos específicos en materia de cambio climático. Depende, además, de la comprensión de la naturaleza y magnitud exacta de los desafíos climáticos que enfrentan los países lo que obliga diseñar escenarios concretos de mitigación y adaptación con la necesaria información sobre costos y beneficios en cada uno de ellos.
7. **Alinear los flujos financieros internacionales con las prioridades climáticas y de desarrollo.** Esto pareciera ser lo más pragmático en lo que se logra consensuar una definición universal sobre cambio climático solo que supone la transversalización del cambio climático en los distintos sectores de la economía para articular las sinergias que se requieren con otras agendas nacionales e internacionales.

En síntesis, la arquitectura para el financiamiento del cambio climático es hoy muy compleja, tanto por el lado de la oferta, como por el de la demanda. Por el lado de la oferta, se requiere algo más que racionalización para que sea funcional a las necesidades de los países más vulnerables, lo que hace falta es cambiar toda la lógica en que se basa el financiamiento para el desarrollo y reconocer que los criterios sociales y ambientales y no sólo los económicos, deberían formar parte de los principios rectores del financiamiento al desarrollo. Se requiere, además, de una metodología estandarizada para evaluar las

dimensiones ambientales de cada actividad de modo que estas puedan incluirse en el análisis costo-beneficio que determina la obtención del financiamiento.

Por el lado de la demanda, es necesario formar parte activa y no pasiva del debate actual sobre financiamiento climático, adecuar nuestras perspectivas en función de las reglas que prevalecen para gestionar recursos para el clima, identificar posibles nichos y oportunidades, pero sobre todo adquirir la experiencia y el conocimiento que se requiere para lidiar con las exigencias de estos mecanismos innovadores de financiación al desarrollo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Climate Policy Initiative (CPI) (2017). *Global Landscape of Climate Finance 2017*, October, www.climatepolicyinitiative.org
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2018). *Joint report on Multilateral Development Banks' climate finance 2017*, June, London, www.ebrd.com/2017-joint-report-on-mdbs-climate-finance
- GCF (2019). *GCF at a Glance*. May, www.thegef.org
- IDFC (2018). *IDFC Green Finance Mapping Report 2018*. December, www.idfc.org
- IFC (2016). *Climate Investment Opportunities in Emerging Markets. An IFC Analysis*. Washington DC, www.ifc.org
- IPCC (2018). *Informe especial del IPCC sobre el calentamiento global de 1,5 °C*. Grupo Intergubernamental sobre Cambio Climático, Ginebra, Suiza. www.ipcc.ch
- IMF (2016). *Small states' resilience to natural disasters and climate change—role for the IMF*, IMF Policy Paper, December, Washington, DC. USA.
- Naciones Unidas (2015). *Marco de Sendai para la Reducción del Riesgo de Desastres 2015-2030*. UNISDR/GE/2015, Ginebra, Suiza. www.unisdr.org
- OECD (2019). *Climate Finance Provided and Mobilized by Developed Countries in 2013-17*, Paris, www.oecd.org
- PNUD (2012). *Preparación para Financiamiento Climático. Un marco para entender que significa estar listo para utilizar el financiamiento climático*. Marzo, Nueva York, www.undp.org
- UNFCCC (2015). *Paris Agreement*. FCCC/CP/2015. www.unfccc.int
- UNFCCC (2016). *Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático*. Manual. Bonn, Alemania.
- UNFCCC (2018). *2018 Biennial Assessment and Overview of Climate Finance Flows Technical Report*, UNFCCC Standing Committee on Finance, Bonn, Germany, <http://unfccc.int/6877>

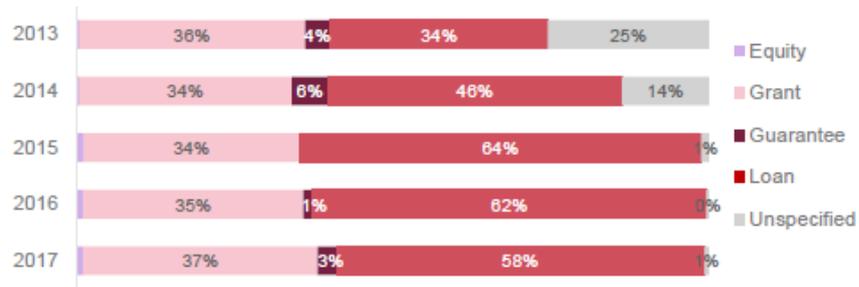
OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- ACT Alianza (2018). *Guía de recursos para financiamiento climático. Una orientación para fuentes de fondos para programas y acciones para el cambio climático 2018*. Marzo, Suiza, www.actalliance.org
- Banco Mundial (2010). *Múltiples soluciones para ayudar a abordar el desafío del cambio climático*. Resultados del BIRF. Marzo, www.worldbank.org
- Bhandari Preety (2018). *Moving towards a 2° world: the role of Climate Funds*. Presentation at *The Climate Finance Architecture: enhancing collaborations, seizing*

- opportunities*, ADB. 2018 Forum of the Standing Committee on Finance, <https://www.adb.org/climate-change-financing>
- Caribbean Development Bank (2019). *Annual Report 2018*. Junio, Barbados, www.cdb.org
 - Calderón, R. (2019). *Bancos de Desarrollo Nacionales y Financiamiento Climático*. ALIDE. Costa Rica. Marzo, www.alide.org
 - CEPAL (2017). Financiamiento de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible en América Latina y el Caribe. Desafíos para la movilización de recursos. *Foro de los países de América Latina y el Caribe sobre Desarrollo Sostenible*. Abril, México, www.cepal.org
 - Cipoletta Tomassian, G. y Matos A. (2017). *El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe La movilización de recursos para el desarrollo medioambiental*. Serie Financiamiento al Desarrollo. CEPAL. Noviembre, www.cepal.org
 - Climate Finance Advisory Service (2018). Policy Guide. CFAS Climate Finance Guide: COP 24, Katowice, November, www.giz.de
 - Climate Finance Advisory Service (2019). Summary Briefing 23rd Green Climate Fund Board Meeting. 6-8 July, <http://p.amxe.net/bek48gnr-tfxm2dpe-4xqidn3q-plc>
 - Durand, A., Schalatek, L. y Watson, Ch. (2015). *Reseña sobre financiamiento para el clima: Pequeños Estados insulares en desarrollo*. Climate Fund up Date. Overseas Development Institute. December, www.climatefundsupdate.org
 - GEF (2019). *Financing adaptation to climate change at the Global Environment Facility*. September, www.thegef.org
 - Jachnik R., Mirabile, M. y Dobrinevski, A. (2019). *Tracking finance flows towards assessing their consistency with climate objectives*. PROPOSED SCOPE, KNOWN AND UNKNOWN. OECD Environment Working Papers. No. 146. March, <http://www.oecd.org/environment/workingpapers.htm>
 - OECD, the World Bank, UN Environment (2018). *Financing Climate Futures. RETHINKING INFRASTRUCTURE*. Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264308114-en>.
 - Samaniego, J.L., y Schneider, H. (2019). Cuarto informe sobre financiamiento para el cambio climático en América Latina y el Caribe, 2013-2016. CEPAL, www.cepal.org

ANEXO

Desglose del financiamiento público bilateral por tipo de instrumento.



Desglose del financiamiento público multilateral (atribuido a países desarrollados) por tipo de instrumento.



Fuente: OECD, 2019