

*Manuel Moreno Pinedo**

INFORME DE LA UNCTAD SOBRE LA CRISIS ECONÓMICA

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) está prestando una especial atención a los efectos de la crisis económica, particularmente en los países en vías de desarrollo. En este contexto se inscribe el informe recientemente presentado *La crisis económica mundial: fallos sistémicos y remedios multilaterales*.

La crisis se analiza en tres escenarios diferentes: el sistema financiero, el mercado de productos básicos y el mercado de divisas, destacando la interrelación entre los mismos y proponiendo una serie de recomendaciones en las que reclama un papel protagonista al sistema de Naciones Unidas.

No se pretende una descripción detallada de un informe bastante extenso, sino únicamente destacar los aspectos más relevantes y los que se consideran más cuestionables.

Palabras clave: crisis financiera, productos básicos, mercados de divisas.

Clasificación JEL: F02, F33, F40.

1. Introducción

En octubre de 2008 la UNCTAD estableció un Grupo de Trabajo para examinar las dimensiones de la crisis económica y formular propuestas de actuación. A esta iniciativa corresponde el informe presentado el pasado mes de marzo, bajo el título: *The global economic crisis: systemic failures and multilateral remedies*¹, que representa una oportuna contribución de la UNCTAD frente a una crisis para cuya solución reclama un papel principal. En cierta medida, el propio subtítulo viene a avanzar las conclusiones del informe al hacer referencia a remedios multilaterales. Se propone para la solución de la crisis una amplia participación de

las instituciones multilaterales y se reclama un papel protagonista al sistema de las Naciones Unidas (NNUU) ya que «una crisis global exige una regulación global». Además se considera que es la única institución que por la universalidad de su *membresía* y credibilidad puede asegurar la legitimidad de las reformas necesarias.

La crisis actual se define como una situación deflación-deuda, es decir, siguiendo a Irving Fischer, un exceso de deuda financiada mediante recursos prestados o sustentada con alto grado de apalancamiento. En estas circunstancias al desinflarse las expectativas generadas por la especulación, los deudores se ven forzados a deshacer su posición vendiendo activos y/o reduciendo gastos, produciéndose una caída del precio de los activos y en los beneficios de las empresas. Si el endeudamiento es generalizado, la caída en precios y beneficios debilita aún más la capacidad del sistema para hacer frente a los compromisos de deuda ▷

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Representante Permanente Adjunto para Asuntos Comerciales. Misión Permanente de España ante la Oficina de Naciones Unidas en Ginebra.

¹ El informe en inglés está disponible en www.unctad.org/. La UNCTAD no ha publicado (a fecha 20 de mayo) versión en español.

provocando un nueva cadena de ventas de activos y descenso en precios. Se genera una dinámica de deflación que únicamente puede contrarrestarse mediante unas medidas inflacionarias financiadas con endeudamiento público.

La crisis se analiza en tres escenarios diferentes: el sistema financiero, el mercado de productos básicos y el mercado de divisas. Son tres áreas interrelacionadas cuyo comportamiento en los últimos meses pone de manifiesto el carácter sistémico de la crisis económica. Estos tres mercados son analizados por separado en diferentes capítulos del informe.

2. Crisis financiera

El Capítulo II del informe se dedica al análisis de la crisis en el sistema financiero. Se considera que no existe una causa única desencadenante. Es probable que contribuyera a ella una política monetaria expansiva en la época de Allan Greenspan en la Reserva Federal o también a los desequilibrios en los mercados internacionales con una extraordinaria acumulación de reservas en algunos países en desarrollo que permitieron financiar un exceso de consumo en los países desarrollados (*savings glut*). Todos ellos son elementos coadyuvantes pero como razón principal se identifica: la fe ciega en la eficiencia de los mercados financieros.

El informe entra en una elaborada discusión sobre las diferencias en el funcionamiento de los mercados de bienes y de los mercados financieros para justificar la necesidad de una regulación especial de estos últimos. Este énfasis en la particularidad de los mercados financieros tiende a desenfocar el análisis porque el problema no es que los mercados financieros exijan una mayor regulación, sino que paradójicamente sean, en algunos aspectos, mercados mucho menos regulados. En un mercado de bienes no es concebible una situación en la que una empresa pueda inundar el mercado con alimentos tóxicos sin asumir responsabilidad alguna, sin embargo, en los mercados financieros asistimos con

perplejidad a la inundación del mercado con activos tóxicos sin que los emisores o las agencias de *rating* se vean afectados e incluso se llegue a premiar con bonus millonarios la utilización irresponsable de dichos activos².

Resulta sencillo especular, por ejemplo, sobre las consecuencias que tendría el permitir comercializar libremente y sin responsabilidad alguna, un nuevo producto sustitutivo y más barato que el cemento pero con garantías de seguridad únicamente comprobadas para un periodo de diez años. Es más que probable que al final de dicho periodo en todas las obras de construcción se utilizaría el nuevo producto y puede asistirse a partir de dicha fecha a un derrumbe escalonado de edificios. Es un ejemplo trivial pero pone de relieve el sorprendente hecho de que se haya permitido comercializar libremente todo tipo de derivados financieros, cuando ya en el año 2003 reconocidos operadores vaticinaban una megacatástrofe por el uso incontrolado de este tipo de instrumentos a los que se calificaba como «armas financieras de destrucción masiva»³.

La falta de instrumentos reguladores en los mercados financieros similares a los que existen en el mercado de bienes se retoma en las recomendaciones del informe al proponerse la creación de una Agencia de Seguridad para los Productos Financieros que vendría a representar el mismo papel que las agencias de protección del consumidor. Una agencia de esta naturaleza tendría la responsabilidad de reglamentar el uso de los instrumentos financieros y de obligar a facilitar información sobre los riesgos de los mismos⁴.

El informe presta atención al problema de la incertidumbre objetiva de los mercados de produc- ▷

² Nos referimos al escándalo de las primas millonarias recibidas por directivos de AIG. Para hacer frente a la alarma social generada por este asunto, se ha tenido que improvisar en EEUU legislación *ad hoc*.

³ Warren Buffet. Fortune, marzo 2003. No solamente se anticipaba una posible catástrofe sino también las dificultades para desmontar posiciones adquiridas mediante estos instrumentos. Los problemas a que se enfrentan las autoridades para eliminar activos tóxicos han puesto de manifiesto estas dificultades.

⁴ En su libro «The Subprime Solution» Princeton University Press, 2008. Robert Shiller hace una propuesta similar, siguiendo un esquema bosquejado por la experta legal Elizabeth Warren.

tos financieros, cuestión que merece un desarrollo mayor. Los operadores han ignorado la diferencia entre riesgo e incertidumbre que en 1921 había establecido Frank Knight. En una situación de riesgo se conocen las probabilidades de los diferentes escenarios de futuro y cada operador actúa en función de su preferencia por el riesgo. En una situación de incertidumbre no solamente no se conocen las probabilidades sino que incluso se desconoce qué tipo de escenarios pueden presentarse. En este caso, los operadores deben actuar con criterios prudenciales. Hay ejemplos claros de esta confusión entre riesgo e incertidumbre. El Fondo *Long Term Capital Management* (LTCM) auspiciado por los premios Nobel de Economía Robert Merton y Myron Scholes, contaba con cualificados expertos financieros y matemáticos especializados en la estimación del riesgo, que presentaron la quiebra como un acontecimiento *sigma-10*, es decir, un acontecimiento cuya probabilidad de producirse era menos de una vez en toda la historia del universo. En Golden Sachs las pérdidas en uno de sus Fondos Globales se caracterizaban como un acontecimiento «veinticinco desviaciones típicas», es decir, que debería ocurrir una vez cada 100.000 años. Estas afirmaciones paradigmáticas que Nassim Taleb ha denominado *Wittgenstein's ruler* revelan que no son casos de verdadera mala suerte, sino más bien que los modelos de estimación de riesgo han resultado totalmente fallidos e inapropiados⁵. En otros términos, los mercados financieros se caracterizan por una incertidumbre objetiva que es imposible capturar, por muy sofisticados que sean los modelos de estimación de riesgo.

Se considera, por tanto, un objetivo clave de la reforma financiera el establecer un sistema que permita eliminar instrumentos financieros de eficacia social dudosa así como la posibilidad de permitir apuestas frente a situaciones de incertidum-

bre. En los propios términos del informe: debe cerrarse el casino.

La regulación financiera no debe limitarse a establecer condiciones al uso de los instrumentos financieros. Paralelamente debe vigilarse la situación de las entidades activas en el mercado. De hecho, ambos aspectos están relacionados porque en muchos casos, el uso de los derivados ha sido el instrumento utilizado para eludir los controles de regulación en el sector bancario. Se ha creado un sistema bancario en la sombra, cuyos activos llegaron en Estados Unidos a superar los del sistema bancario sometido a regulación.

Este desplazamiento hacia entidades no reguladas fue visto con complacencia desde una posición ideológica dominante en la Administración del presidente George Bush, favorable a la liberalización de los mercados financieros. Se consideraba que los instrumentos de innovación financiera contribuirían a diversificar el riesgo dirigiéndolo hacia agentes económicos con capacidad para asumirlo. En este sentido, es de señalar que la influencia que pueda atribuirse a Allan Greenspan en la gestación de la crisis financiera no sería por su responsabilidad en la política monetaria instrumentada por la Reserva Federal sino, más bien, por sus reiterados mensajes sobre las bondades de la innovación financiera, ignorando la fragilidad que se introducía en el sistema bancario⁶.

Hay que destacar, no obstante, que la posición de Greenspan era ampliamente compartida. Así, el Fondo Monetario en su Informe sobre la Estabilidad Financiera correspondiente al año 2006 señalaba: «...existe un creciente reconocimiento respecto a que la dispersión del riesgo de crédito bancario hacia un grupo amplio y más diverso de inversores... ha contribuido al desarrollo de un sistema bancario y financiero de mayor *resiliencia*... los bancos comerciales pueden ser menos vulnerables a los *shocks* financieros y económicos».

Se hace referencia también al fallo de las ▷

⁵ Recomendamos el libro «Fooled by Randomness» de Nassim Taleb sobre el abuso de la probabilidad en situaciones de incertidumbre. Con el *Wittgenstein ruler* plantea el problema de quién mide a quién. Puede ilustrarse con un simple ejemplo: si para medir una mesa utilizo un sofisticado instrumento de precisión milimétrica, obteniendo una cifra de 385,426 metros, el resultado nos dice más sobre los problemas del aparato de medición que sobre el verdadero tamaño de la mesa.

⁶ Esta defensa de la innovación financiera por la persona encargada de vigilar la estabilidad del sistema financiero ha sido calificada de negligencia culpable (Krugman, 2009).

Agencias de Calificación de Crédito, pero de alguna manera se disculpa su comportamiento que se atribuye a la ignorancia sobre factores macroeconómicos y sistémicos a escala global. Esta consideración es generosa porque la amplia aceptación de las emisiones usando como colateral hipotecas *subprime*, especialmente en sus tramos senior, está directamente vinculada a calificaciones AAA (la más alta posible). Aquí no puede desconocerse la debilidad de los supuestos en que estaban basados los modelos utilizados para la calificación. Sus parámetros estaban estimados en base a series históricas muy cortas, tomadas en periodos de aumento en los precios de la vivienda y fueron utilizados coeficientes de correlación muy bajos entre los elementos que conformaban los paquetes de hipotecas.

3. Los mercados de productos básicos

El Capítulo III se dedica a los mercados de productos básicos. En el periodo entre 2002 y mediados del 2008 se ha producido un incremento sustancial en los precios de productos básicos, acompañado por una presencia creciente de inversores financieros en las operaciones de futuros. Esta entrada de operadores financieros habría generado movimientos especulativos del mismo signo que se han registrado en los productos básicos de mayor importancia.

No obstante en el informe se reconoce que no existe acuerdo entre los economistas sobre un posible vínculo entre las fluctuaciones de precios en productos básicos y la especulación. Los movimientos obedecerían más bien a presiones de la demanda debidas al fuerte crecimiento económico en países como China o India. En este sentido, se ha señalado que si el fuerte crecimiento en los precios del petróleo en 2007-2008 hubieran sido especulativos, se habría reflejado en un aumento de *stocks*, circunstancia que no se produjo.

El informe presta especial atención al efecto en los movimientos de precios de las actividades de

los denominados *index investors* que diversifican sus carteras mediante exposición a las fluctuaciones de precios de productos básicos. Son inversores pasivos que mantienen posiciones largas en contratos *swap* con los bancos quienes a su vez cubren su posición corta mediante contratos a futuros en los mercados de productos básicos.

La importancia de las actividades relacionadas con los *index traders* combinada con el hecho de que únicamente tienden a tomar posiciones largas, puede inducir movimientos en los precios a corto plazo que proporcionen señales equivocadas a otros participantes en el mercado, dando lugar a burbujas especulativas. El comportamiento de los precios en los mercados de metales no férricos, mercado de granos y mercado de soja se atribuye a movimientos de este tipo.

Se destacan las implicaciones para los países en desarrollo de la volatilidad en los mercados introducida por los operadores financieros. Las coberturas se hacen más onerosas e incluso inalcanzables para los usuarios de países en desarrollo capaces de hacer frente a los *margin calls*. Aunque con objeto de controlar fluctuaciones excesivas de precios se han establecido límites a las posiciones que pueden mantener los especuladores esta limitación no se aplica a las operaciones de cobertura. De esta forma las coberturas vinculadas a las operaciones *swap* de los *index traders* no tienen limitaciones creándose un *swap dealer loophole* que debe ser cerrado.

Se concede especial importancia al problema de volatilidad en los precios en el caso de los productos básicos para la alimentación, tales como cereales o soja cuyos *stocks* se encuentran en mínimos históricos. Se insiste aquí en la necesidad de acuerdos globales, que permitan intervenir en los mercados de futuros cuando se considere que los precios de mercado se desvían de una banda establecida en función de las circunstancias objetivas del mercado. Esta institución debería disponer de una reserva física de las mercancías para estabilizar los mercados y también responder efectivamente en situaciones de emergencia y de crisis ▷

humanitaria. Es una recomendación difícil de poner en práctica porque exigiría lo que se denomina en el informe como una «unidad global de inteligencia» capaz de discriminar entre los movimientos especulativos y las fuerzas básicas del mercado.

4. Mercados de divisas

El Capítulo IV trata los desequilibrios en el mercado de divisas. La falta de una regulación internacional sobre tipos de cambio ha favorecido la existencia de movimientos especulativos de arbitraje de intereses del tipo conocido como *carry trade*. Estas operaciones permiten a los operadores de un país de alto interés acceder a créditos a bajo interés en moneda extranjera que muchas veces se dirigen a la inversión en activos inmobiliarios u otros activos especulativos. Generalmente, el vehículo utilizado ha sido el yen por los bajos tipos de interés en Japón desde los años noventa. El *carry trade* tiende a depreciar las monedas de los países de los recursos originarios y a revaluar la de los países receptores donde se generan déficit por cuenta corriente. Un brusco cambio de expectativas invierte los flujos del *carry trade* y lleva a una devaluación en los países deudores que deben hacer frente a la misma con los balances de sus bancos, empresas, consumidores e incluso del sector público con pasivos sobrecargados de compromisos en moneda extranjera. Al final se impone un doloroso proceso de ajuste.

En las últimas dos décadas la especulación tipo *carry trade* se ha visto asociada con las crisis financieras de Argentina y Chile (1980), México (1994), Asia (1997-1998), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001-2002). En la crisis actual, el cambio de expectativas se precipita con el problema de las hipotecas *subprime* que se traduce en el verano del 2007 en una fuerte apreciación del yen. A partir de agosto del 2008 se producen depreciaciones en las monedas de interés alto de países desarrollados como Australia, Islandia, Nueva Zelanda, y algunos

países emergentes como Brasil, Turquía, África del Sur y Corea y de algunas economías en transición (Hungria, Ucrania y Rumanía). En algunos casos como Hungría e Islandia fue necesario el recurso del Fondo Monetario Internacional.

El informe hace referencia a los diferentes regímenes de tipo de cambio, con particular atención a las recientes experiencias de algunos países anclando sus monedas al dólar. Sería el caso de Argentina, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Tailandia, Ecuador y Lituania. Este tipo de regímenes se ha usado generalmente para estabilizar la inflación interna, pero conduce a una apreciación del tipo de cambio real en el país que lleva a cabo el anclaje, con deterioro del balance por cuenta corriente que termina por hacer insostenible el mantenimiento del tipo de cambio nominal. Esta situación se analiza en los casos de Ecuador, Lituania y Argentina, en donde la vinculación al dólar llevó a una convergencia en las tasas de inflación y, paralelamente, a un aumento en el tipo de cambio real.

Se insiste también en que las fluctuaciones de los tipos de cambio tienen efectos distorsionantes en la asignación de recursos. Si el tipo de cambio de la moneda de un país se desvía considerablemente del que correspondería al diferencial de precios con sus socios comerciales, la liberalización comercial no permitiría una correcta asignación de recursos, anulando las ventajas competitivas de las empresas más eficientes.

Para proporcionar la estabilidad financiera y monetaria y al mismo tiempo propiciar unas condiciones de competencia leal entre las empresas, se propone establecer un marco monetario multilateral, que asegure un tipo de cambio real y estable. Este objetivo resulta más fácil de enunciar que de llevar a la práctica porque a tal efecto se recomienda: «establecer instituciones en el mercado de trabajo que permitan conducir los salarios nominales de forma que reflejen los aumentos de productividad y la tasa de crecimiento de cada país». De no converger hacia el ajuste los salarios nominales la autoridad monetaria debería actuar sobre los tipos de cambio. ▷

Su funcionamiento supondría un cambio fundamental en las instituciones de Bretton Woods. Se trataría de un esquema anclado en un número reducido de monedas de referencia, cuyos tipos de cambio se verían sujetos a un sistema de flotación vigilada por una autoridad internacional con capacidad para imponer ajustes en los tipos de cambio. El resto de las monedas estarían asociadas a una o varias de las monedas básicas bien directamente o a través de grupos regionales de integración. El sistema se describe como un conjunto de planetas o monedas básicas en torno a las cuales se mantendrían vinculadas, como satélites, el resto de las monedas.

A falta de un mecanismo que asegure la estabilidad de los tipos de cambio, se insiste en que no puede imponerse a los países vulnerables en crisis de balanza de pagos, medidas de austeridad fiscal y políticas monetarias restrictivas. El efecto procíclico de este tipo de medidas tiende a hacer más dilatado y penoso el proceso de ajuste.

5. Hacia la superación de la crisis sistémica

Este último capítulo da la sensación de haber sido apresuradamente redactado y se echa de menos una recapitulación de los diferentes temas tratados que proporcione una perspectiva general. Merece algunos comentarios adicionales el papel que el informe concede a los Gobiernos en la solución de la crisis y que se recoge también en el resumen ejecutivo.

La necesidad de intervención en los mercados financieros se justifica señalando que si bien no es posible identificar el precio de equilibrio de los Gobiernos y los Bancos Centrales, sí están capacitados para detectar situaciones de desequilibrio que deben ser corregidas. Este argumento es débil puesto que el hecho de que sea posible detectar un desequilibrio no quiere decir que se esté en condiciones de conocer las medidas adecuadas para corregirlo.

También en apoyo de la intervención del Gobierno, se señala, que en el caso de los mercados financieros, la mayor parte de la información que

determina el comportamiento de los especuladores y operadores de *hedge funds* está disponible públicamente y la interpretación de los datos sigue patrones explicativos bastante sencillos. Este comentario es muy cuestionable y de hecho ignora una de las ventajas esenciales del mecanismo de mercado: la descentralización de la información. Suponer que la información manejada por los operadores económicos puede fácilmente ponerse a disposición de una autoridad central nos llevaría a la conclusión de que el mercado puede ser sustituido por una planificación centralizada de los flujos financieros.

Hay también cierta ambigüedad en cuanto al papel que deben tener las autoridades financieras cuando se recomienda una: «consistente y enérgica intervención en los mercados financieros... a través de instituciones con conocimiento de los riesgos sistémicos». No está claro si se está pensando en una intervención directa en el mercado como operador económico o indirecta imponiendo normas reguladoras.

En nuestra interpretación, la intervención del Gobierno no debe entenderse como sustitutiva del mercado sino más bien en su vertiente reguladora, estableciendo las reglas dentro de las cuales deben moverse los participantes en el mercado, entre las cuales estarían la imposición de limitaciones al uso de los derivados financieros. Evidentemente estas reglas deben ser aplicables a todos los agentes que desarrollen funciones de intermediación financiera sacando a la luz el sistema financiero actualmente en la sombra.

6. Conclusiones

Como comentario final, debemos destacar que el informe de la UNCTAD ofrece un interesante análisis sobre la actual crisis económica y las interrelaciones existentes entre los mercados financieros, los mercados de productos básicos y los mercados de divisas. Sin embargo, las recomendaciones difícilmente pueden calificarse de pragmáticas, ▷

como se hace en sus propias conclusiones. Son difíciles de llevar a la práctica y en algunos casos suponen la creación de instituciones con amplias competencias supranacionales cuya viabilidad política es dudosa.

Aun reconociendo el hecho de que las Naciones Unidas es la institución con mayores credenciales para asegurar la legitimidad de un sistema económico multilateral de alcance global, es difícil vislumbrar, cómo se reclama entre los mensajes principales del informe, en qué forma podría jugar un papel central en el desarrollo del actual proceso de reforma.

Sobre el alcance de este proceso, nos remitimos al reciente artículo del economista Dani Rodrick en la revista *The Economist*⁷, en el que prevenía contra la adopción de medidas maximalistas frente a la crisis actual. Proponía como Plan B una regulación financiera internacional siguiendo una orientación similar a la del GATT-47 que ha conjugado, de una forma relativamente satisfactoria, los problemas de una regulación internacional, dentro del respeto a las instituciones nacionales.

Esta posibilidad de trasladar a los mercados financieros experiencias que se han revelado útiles en el caso de los mercados de bienes, ha sido destacada en los comentarios realizados. Sin embargo, el péndulo parece moverse en sentido contrario

y son las experiencias en mercados financieros las que se trasladan al mercado de bienes⁸.

Bibliografía

- [1] BUFFET, W. (2003): «What Worries Warren». *Fortune*, 3 de marzo.
- [2] KNIGHT, F. (2005): «Risk, Uncertainty and Profit». Cosimo Inc. Nueva York. Publicado originalmente por *University of Chicago Press* (1921).
- [3] KRUGMAN, P. (2009): «The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008». W.W. Norton. Nueva York.
- [4] RODRICK, D. (2009): «A Plan B for Global Finance», *The Economist*, 14-20 marzo.
- [5] SHILLER, R. (2008): «The Subprime Solution». *Princeton University Press*.
- [6] TALEB, N. (2005): «Fooled by Randomness». Random House, Nueva York.
- [7] UNCTAD (2009): «The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies». United Nations Publication, Ginebra.
- [8] WRAY, L.R. (2007): «Lessons from the Subprime Meltdown». *Working Paper*, 522. The Levy Economics Institute. Kansas.

⁷ «A plan B for Global Finance» *The Economist* marzo 14-20, 2009.

⁸ Un caso a señalar es el de la comercialización de productos genéticamente modificados cuyos efectos a largo plazo no son conocidos. En lugar de aplicar el principio de precaución como propone la CE, se recomienda una evaluación objetiva del riesgo. Volvemos a encontrarnos con el problema de evaluar el riesgo en situaciones de incertidumbre.

*Boletín Económico
 de Información Comercial Española*

24 números anuales

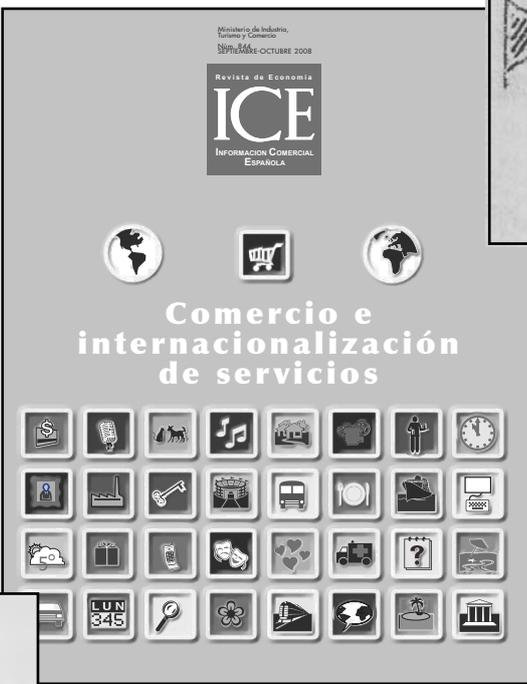
Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior.



*Información Comercial Española
 Revista de Economía*

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales



*Cuadernos Económicos
 de ICE*

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica.