



... ahora disfruta de su éxito

“mientras nosotros seguimos a su lado colaborando para mejorar los resultados de su negocio, aportando el talento y la experiencia de nuestros profesionales, vocación de servicio y pasión por el trabajo bien hecho”

Matchmind 
Ideas & Technology for Business

www.matchmind.es

Consultoría de negocio, sistemas de información, transformación de procesos

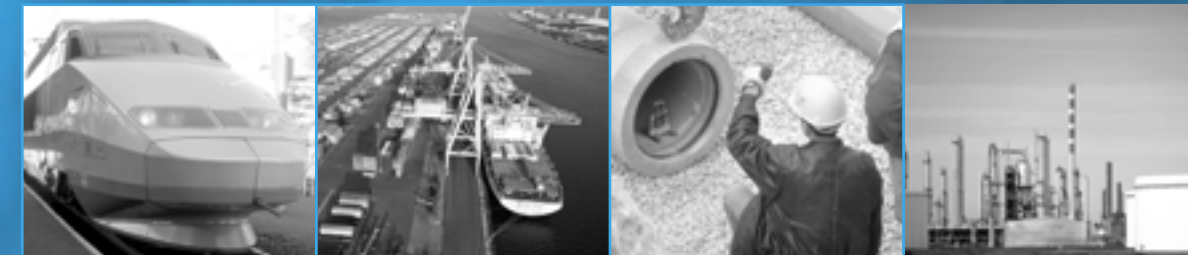
ESADE INFORME ECONÓMICO [06]

ESADE

DEPARTAMENTO
DE ECONOMÍA

Diciembre 2007

INFORME [06] ECONÓMICO



Análisis y previsión
de la coyuntura
económica de la zona euro

Marruecos: tan cerca, tan lejos

El Fondo Monetario Internacional
(FMI) (2004-2007):
Rodrigo Rato, Managing Director

El Informe Stern sobre
la Economía del Cambio Climático

Con la colaboración de

Matchmind 
Ideas & Technology for Business

INFORME [06] ECONÓMICO

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico06.pdf>

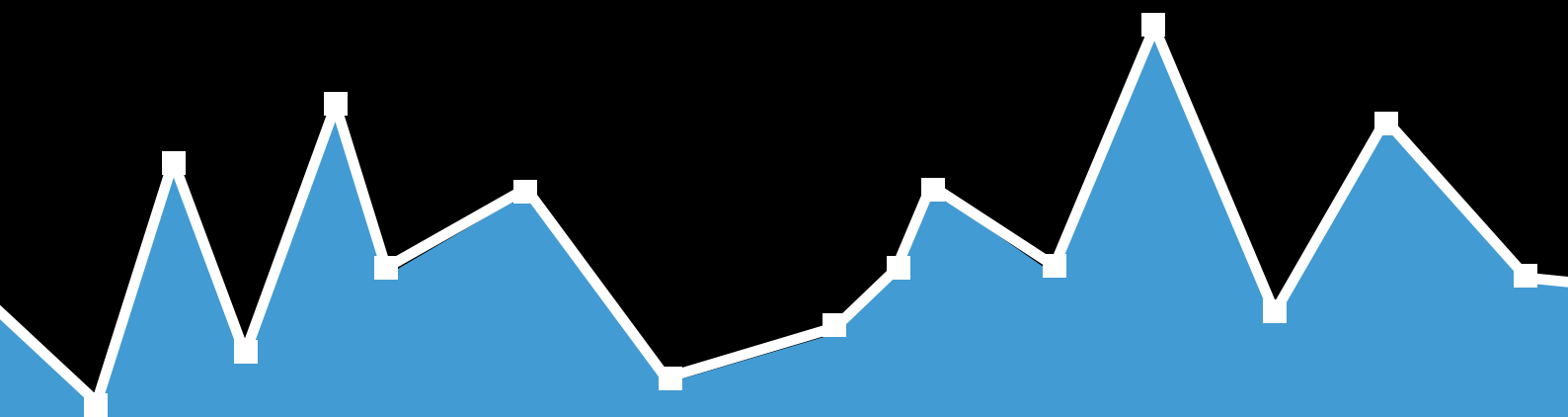
Con la colaboración de

Matchmind[↑]
Ideas & Technology for Business

Departamento
de Economía
ESADE

INFORME ECONÓMICO

Departamento de Economía ESADE



Editorial

6

Análisis y previsión
de la coyuntura económica
de la zona euro

8

Prof. Fernando C. Ballabriga

Departamento de Economía, ESADE

Prof. Josep M. Comajuncosa

Departamento de Economía, ESADE

Temas seleccionados

Marruecos: tan cerca, tan lejos

30

Prof. Agustín Ulled

Departamento de Economía, ESADE

El Fondo Monetario

58

Internacional (FMI) (2004-2007):

Rodrigo Rato, Managing Director

Prof. F. Xavier Mena

Departamento de Economía, ESADE

Prof. Josep M. Sayeras

Departamento de Economía, ESADE

Documentos

El Informe Stern sobre

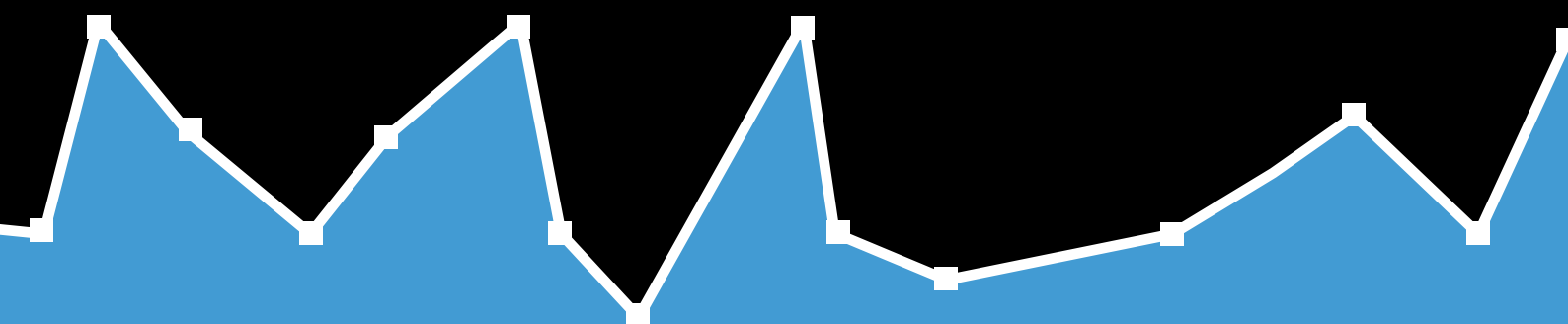
104

la Economía del Cambio

Climático (26 de octubre de 2007)

Prof. Pere Puig

Departamento de Economía, ESADE



Lecturas

Jacques Attali (2007)

Breve Historia del Futuro

116

Robert L. Heilbroner (1999)

***The Worldly Philosophers. The Lives,
Times and Ideas of the Great Thinkers***

120

Ecohumor

122

Post-it

***Un Nobel para el diseño
de mecanismos e instituciones
eficientes***

124

ESADE

INFORME ECONÓMICO 06

Departamento de Economía ESADE

Av. Pedralbes 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162
Mateo Inurria, 27E
28036 Madrid
Tel. 913 597 714
www.esade.edu

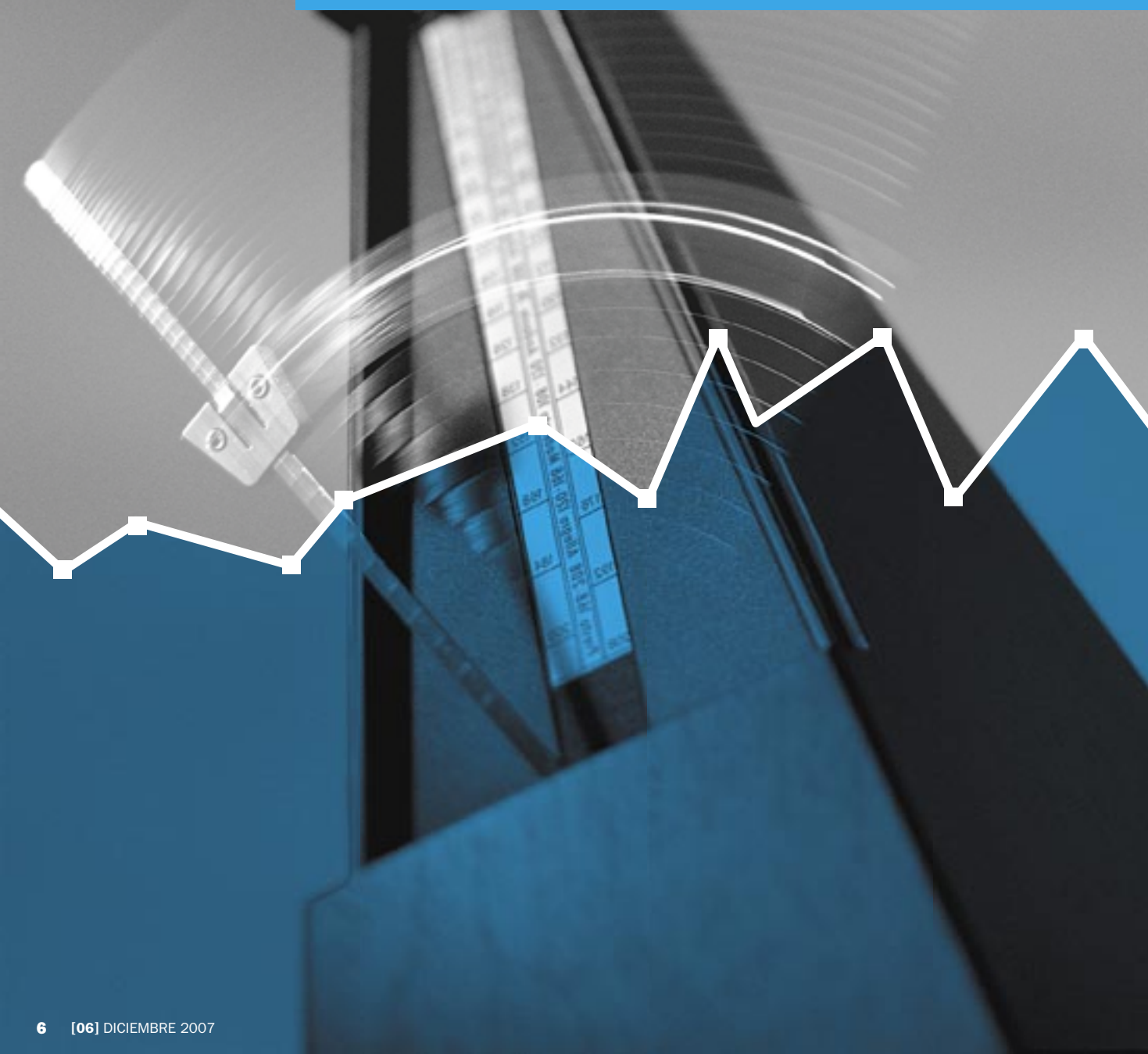
ESADE ALUMNI

Av. Pedralbes 60-62
08034 Barcelona
Tel. 934 952 063

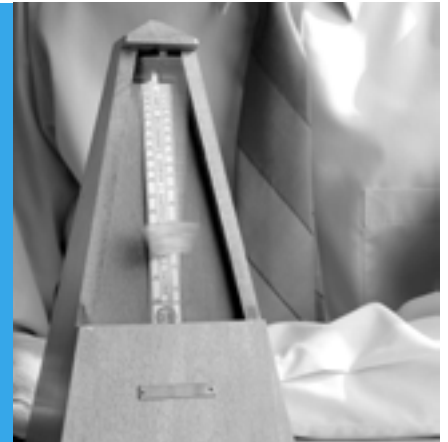
Coordinación editorial y diseño

BPMO Edigrup
C/Caballero 79, 7ª planta
08014 Barcelona
Tel. 933 637 840
www.grupobpmo.com

Editorial



Compás de espera



La crisis crediticia originada en conexión con el mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo (*subprime*) y desatada en el verano de 2007 ha empañado las perspectivas económicas mundiales, situando en compás de espera a observadores, analistas, responsables de la política económica y agentes económicos en general.

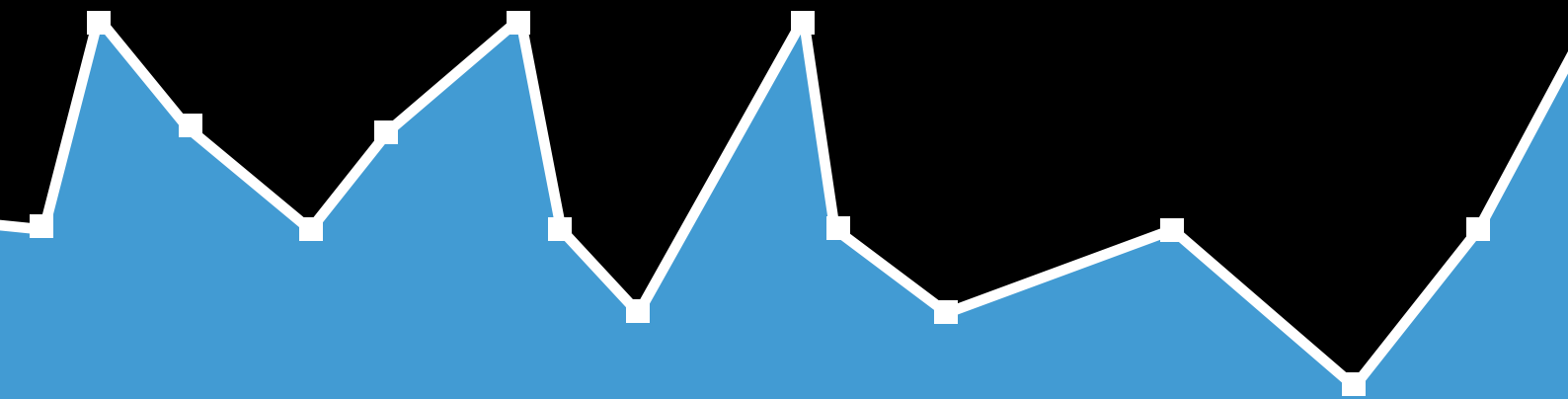
El verdadero alcance de la crisis crediticia es todavía incierto y continuará desplegándose en los próximos meses, conforme los créditos hipotecarios de alto riesgo superan los dos primeros años de cuotas reducidas, previas a la aplicación contractual de un régimen de tipos de interés ajustables a las condiciones de mercado, y conforme las pérdidas del sistema financiero asociadas a los instrumentos estructurados de inversión respaldados por esos créditos se manifiestan en su magnitud real.

Estados Unidos está siendo la economía más afectada y sigue siendo la clave de bóveda. El descenso de la actividad y de los precios en su sector inmobiliario hace temer un brusco impacto en la evolución del consumo privado, factor de creci-

miento dominante en los últimos años. La Reserva Federal ya ha reaccionado ante este escenario con dos descensos del tipo de interés de los fondos federales, aun reconociendo la existencia de factores de riesgo inflacionista.

La zona euro ha sido menos afectada directamente por la crisis crediticia y tiene mejores perspectivas de crecimiento que Estados Unidos, pero el Banco Central Europeo ha aplicado el freno preventivo al proceso de ajuste al alza de su tipo de interés de referencia a la espera de la clarificación del horizonte. En particular, un empeoramiento sustancial de la actividad global tendría un claro impacto negativo sobre las perspectivas económicas de la zona.

España, por su parte, en su usual recurso al crédito internacional de los últimos años, ha constatado de primera mano la sequía crediticia, a pesar de que el sistema financiero español no está expuesto a los instrumentos de inversión problemáticos y de que su solvencia está fuera de dudas. En paralelo, la fuerte desaceleración del sector residencial y las perspectivas de un menor crecimiento económico son ya un hecho.



Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro



La política monetaria común nos fuerza a visualizar la zona euro como área económica única.

Prof. Fernando C. Ballabriga
Departamento de Economía, ESADE

Prof. Josep M. Comajuncosa
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

El hábito de pensar en la Unión Europea como en un conjunto de economías, más que como en un área económica única, continúa arraigado. Ciertamente, hay razones para singularizar a los países componentes de la Unión Europea.

Los Estados miembros son países soberanos que continúan gestionando buena parte de su política económica, lo que da pie a las peculiaridades propias y la consiguiente segmentación del mercado europeo.

Sin embargo, doce de los Estados miembros comparten moneda y política monetaria, formando la zona euro. El Banco Central Europeo, con sede en Frankfurt, dicta las condiciones monetarias a las que se ven sujetos todos los países miembros de la zona, y lo hace teniendo en cuenta la evolución del nivel de precios en el conjunto de la zona, no en un país en particular. Así, el tipo de interés a corto plazo que puede esperar un país miembro no depende de sus condiciones económicas, sino de las condiciones económicas agregadas de la zona, lo que por sí solo da sentido y hace ineludible el análisis de la zona euro como área económica única.

La estructura de esta sección del *Informe Económico* se dibuja sobre esta premisa de partida. Comienza con un repaso al entorno económico mundial, que permite establecer las condiciones globales que subyacen en el análisis posterior de la zona euro, y termina descendiendo a la realidad más inmediata de la economía española.

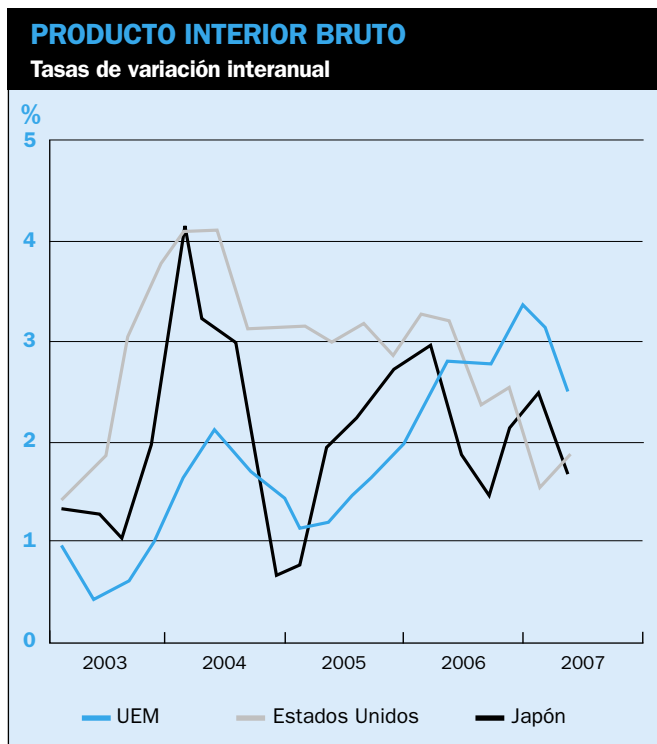
ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA EURO GRAN INCERTIDUMBRE GLOBAL

Durante el primer semestre de 2007 la economía mundial creció, en términos anuales, ligeramente por encima del 5%, tan sólo unas décimas por debajo de lo que lo hizo durante 2006.

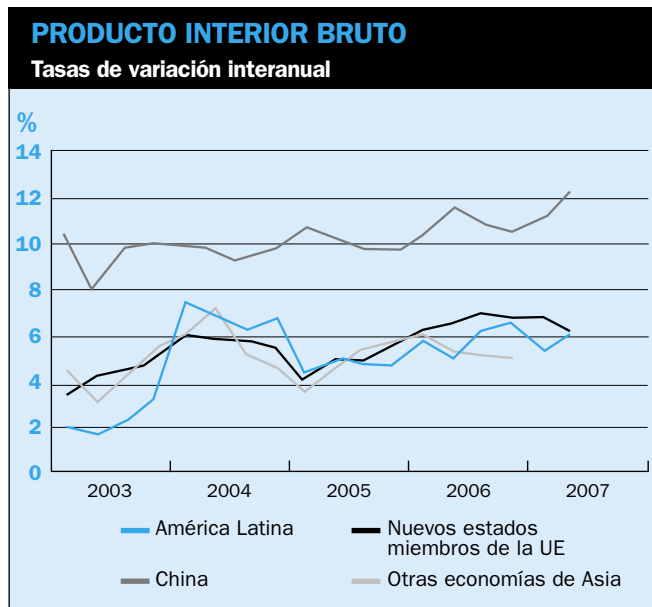
Los grandes países emergentes son los que más aportan a este crecimiento: China, India y Rusia por sí solas representan la mitad de este crecimiento, con tasas del 11,5%, el 9% y el 7%, respectivamente.

En cambio, las economías desarrolladas evolucionan con cifras mucho más moderadas: crecieron durante la primera mitad del año en torno a una media del 2,5%, gracias a Japón (2,3%) y, sobre todo, a la UE15 (2,9%), pues Estados Unidos lo hizo tan sólo a un 1,7%. Debe mencionarse, sin embargo, que la cifra provisional del tercer trimestre para Estados Unidos ha sorprendido con una recuperación del crecimiento por encima del 3%.

Pero quizá lo más relevante es que las previsiones futuras, afectadas por algunos interrogantes de peso, no indican una mejoría. Por esta razón el FMI ha rebajado en cuatro décimas las previsiones de crecimiento mundial para 2008, dejándolo en el 4,8%.



FUENTE: Banco de España



FUENTE: Banco de España

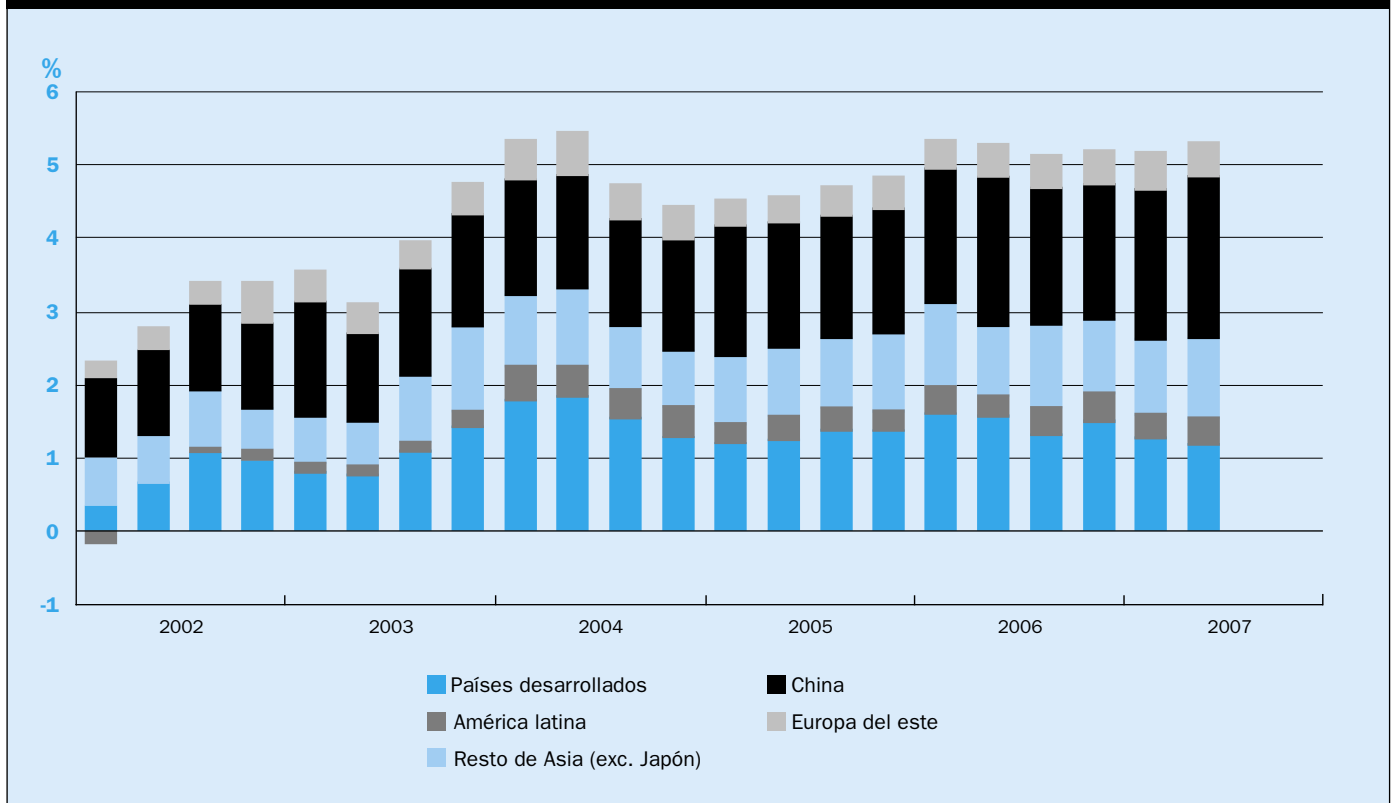
La crisis crediticia, el posible desplome del precio de activos, el aumento de los precios energéticos, los indicios de repunte inflacionista y la persistencia de los desajustes externos proyectan una alta incertidumbre sobre el futuro próximo de la economía mundial

Esta revisión se debe, sobre todo, a la función futura de las economías desarrolladas, que se prevé que crezcan sólo a una media del 2,2%, 6 décimas menos que la previsión anterior. La revisión es mayor para Estados Unidos, con una corrección a la baja de un punto porcentual, que los sitúa en el 1,9%.

La serie de incertidumbres que se cierne sobre el futuro, a corto y medio plazo, de las economías desarrolladas genera la sospecha de que las previsiones del FMI podrían ser incluso demasiado optimistas. Entre éstas, la más mencionada es la derivada de los problemas financieros generados por la crisis hipotecaria norteamericana y su efecto potencial sobre la demanda interna en Estados Unidos.

A ésta se suman incertidumbres sobre la demanda interna también en Japón y en la zona euro, el aumento del precio del petróleo, algunos repentes inflacionarios y el omnipresente problema de los desequilibrios globales y su ajuste, hasta

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



FUENTE: Banco de España

dibujar un panorama donde la confección de predicciones se hace aún más difícil de lo habitual y donde no es posible descartar del todo escenarios con evoluciones muy débiles de la actividad en distintas zonas del planeta.

ESTADOS UNIDOS: LA CLAVE DEL PROBLEMA

La economía estadounidense es probablemente la que centra la mayor parte de las mencionadas incertidumbres, y de la que irradian los peligros hacia otras zonas de la economía mundial.

En los dos últimos años, la corrección del sector de la construcción ya ha reducido el crecimiento del PIB en un punto y aún, en la actualidad, el efecto riqueza negativo derivado de la disminución de los precios de la vivienda va a seguir lastrando la demanda interna.

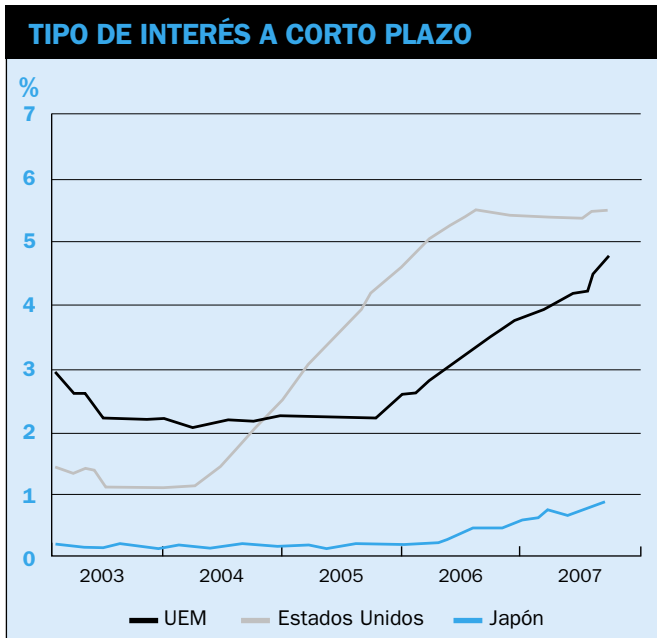
Pero otros factores negativos se han incorporado: las restricciones crediticias derivadas de la crisis financiera o una posible caída sostenida del índice bursátil pueden afectar el nivel general de consumo y, como consecuencia, el ritmo de crecimiento.

La contracción de la demanda privada parece en estos momentos el mecanismo corrector más probable en la economía estadounidense

Muy probablemente, la Reserva Federal, ante este cúmulo de circunstancias, actuaría con una política monetaria expansiva que prosiguiera bajando los tipos de interés. Pero parece inevitable que en lo que resta de 2007 y en 2008 la economía de Estados Unidos crezca bastante por debajo de su potencial, siempre por debajo del 2% y sin descartar la posibilidad de mantenerse sólo ligeramente por encima del 1%.

JAPÓN: SE MANTIENE LA MEJORÍA

Aunque en el segundo trimestre de 2007 la economía japonesa experimentó una disminución del crecimiento, los datos parecen confirmar que no se dirige hacia una recesión y que a finales del presente ejercicio se situará en una tasa de crecimiento del 2%, mientras que se prevé una tasa unas décimas menor para 2008.



FUENTE: Banco de España

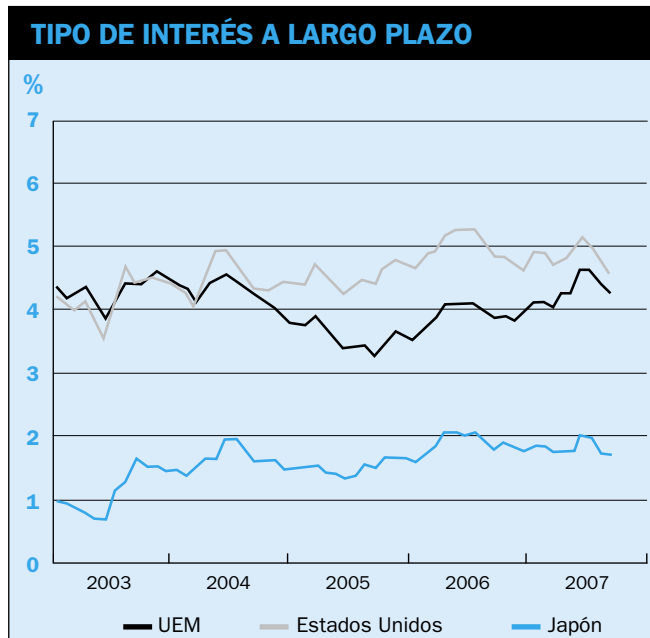
Se estima, además, que para los próximos años el potencial de crecimiento de la economía japonesa se sitúe también alrededor del 2%, por diversas razones.

La tasa de ahorro de las familias ha empezado a disminuir, después de casi dos décadas de niveles muy altos, un síntoma de cambio de las expectativas que va a permitir crecimientos del consumo más sostenidos. También los indicadores de confianza empresariales son suficientemente buenos como para pensar que la inversión seguirá su buena evolución.

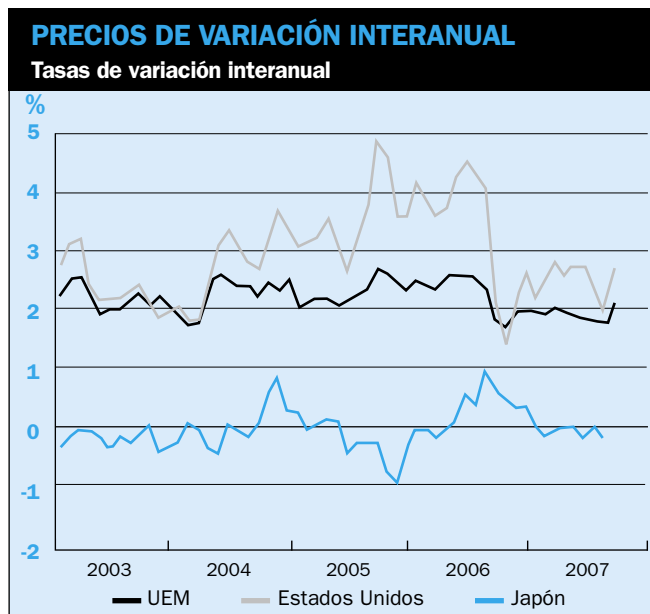
En cuanto al sector exterior, el yen sigue con un valor muy competitivo respecto del dólar, pese a su ligera apreciación de los últimos meses. El peligro reside más en la posibilidad de que una ralentización mayor de la esperada en la economía estadounidense frene las exportaciones japonesas.

CHINA E INDIA: PROSIGUE LA FORTALEZA

La economía china sigue creciendo a unas tasas récord del 11% anual y se prevé que en 2008 no baje del 10%. Sigue basando este fuerte crecimiento en dos piedras angulares: exportaciones e inversión. El superávit de la balanza por cuenta corriente va a situarse, este año, en torno al 12% del PIB. A su vez, el fuerte ritmo de crecimiento está alimentando un rebrote de la tasa de inflación, que ha subido en más de 4 puntos porcentuales en lo que va de 2007, situándose en torno al 7%.

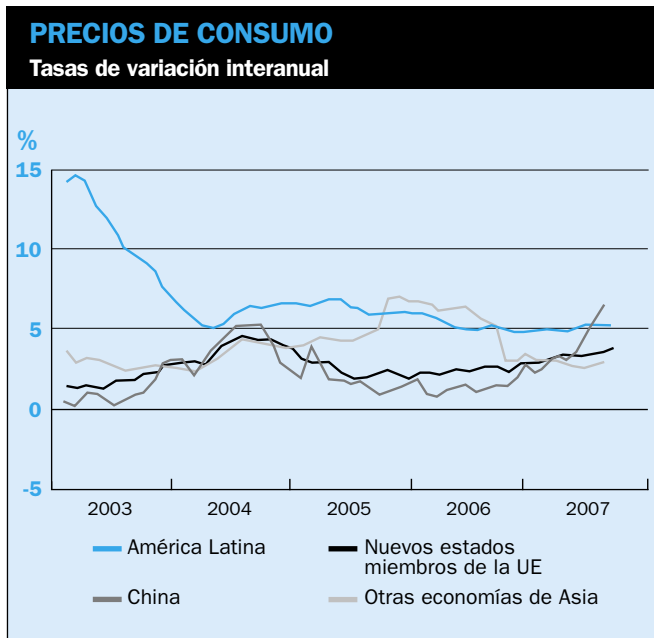


FUENTE: Banco de España



FUENTE: Banco de España

Estas cifras espectaculares no deben hacernos olvidar que este patrón de crecimiento no podrá mantenerse durante mucho más tiempo, y que en el futuro próximo las autoridades deberán iniciar un impulso del consumo interno y de la inversión pública, sobre todo en la extensión de los servicios sociales y las infraestructuras hacia zonas del país donde persisten graves deficiencias.



FUENTE: Banco de España

Este cambio de modelo, que sería deseable que fuera gradual pero sin posposiciones, ha de permitir extender el bienestar hacia más sectores de la población y, a la vez, reducir la dependencia económica del exterior.

China e India lideran la contribución al crecimiento del PIB mundial

Tampoco debemos olvidar que el cambio de modelo estará estrechamente relacionado con la revisión del régimen de tipo de cambio, haciendo posible una apreciación gradual del yuan más allá del 9% permitido desde julio de 2005, cuando se eliminó el tipo de cambio totalmente fijo. La habilidad para gestionar esta evolución del tipo de cambio será de gran importancia no sólo para la economía china, sino también para la norteamericana, el resto de economías emergentes de Asia y, en realidad, para toda la economía global.

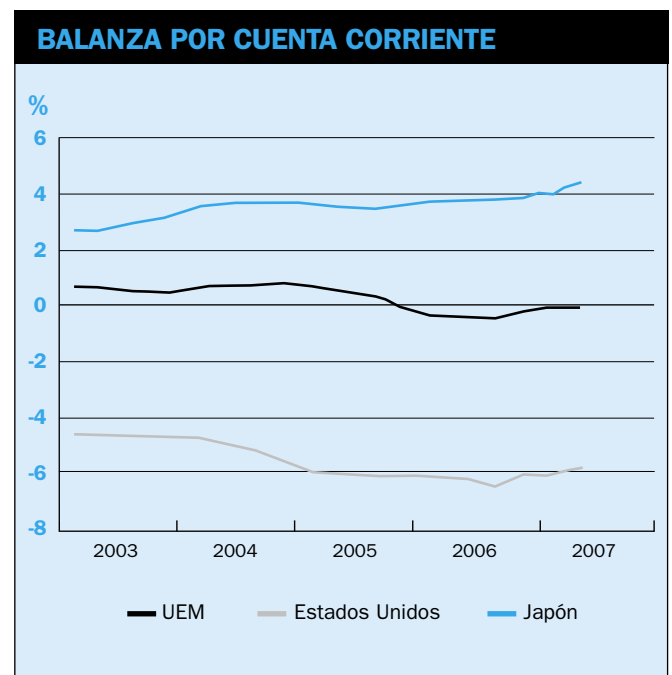
También en India las cifras de crecimiento son espectaculares, con previsiones por encima del 8% en 2007 y en 2008. Y quizá más importante, se están consiguiendo de una forma más equilibrada que en China. A diferencia de ésta, India ha experimentado en los últimos años déficit de su balanza por cuenta corriente sin que su volumen llegue a ser preocupante y sin que se presente ningún problema en su financiación, en la medida que el ritmo de entrada de capitales es considerable.

Esto ha sido posible, en parte, gracias al floreciente mercado de bonos y obligaciones, que hasta la actualidad había sido uno de los puntos débiles del sector financiero indio, y que hacía a la economía productiva demasiado dependiente de los créditos bancarios. Además, la política monetaria ha conseguido contener la inflación, que en los dos ejercicios anteriores había repuntado de forma algo preocupante, sin afectar al ritmo de crecimiento.

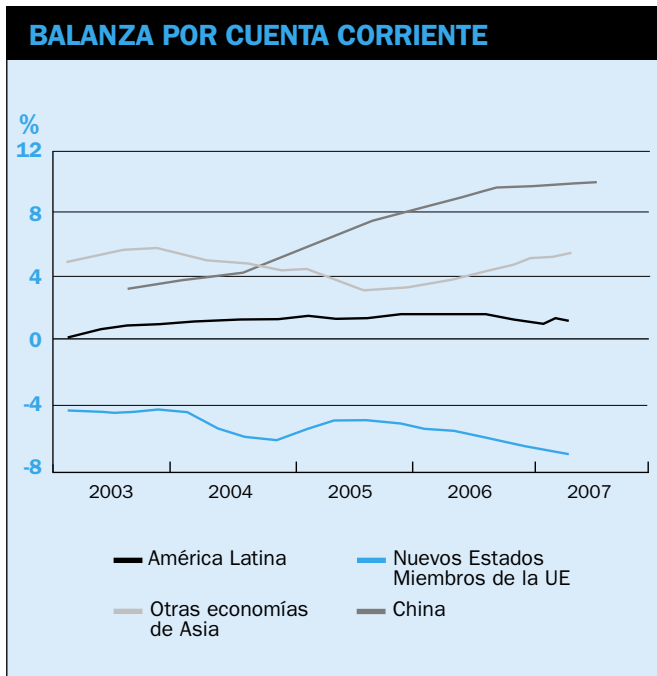
ZONA EURO FRENADO A LA NORMALIZACIÓN MONETARIA

La evolución macroeconómica de la zona euro durante la primera década de 2000 no ha sido buena. El crecimiento económico medio ha sido raquítico y la tasa de desempleo se ha mantenido en el entorno del 8%. Esta evolución refleja las dificultades de la zona para recuperarse de la recesión experimentada al inicio de la década.

Las dificultades fueron mayores durante la primera mitad de la década, lo que indujo al Banco Central Europeo (BCE) a adoptar una política monetaria altamente acomodaticia. El tipo de interés de referencia llegó a situarse en el 2% y se mantuvo a ese nivel hasta diciembre de 2005, a pesar de que la inflación tendía a superar el límite del 2% establecido por el Banco Central Europeo como compatible con la estabilidad de precios.



FUENTE: Banco de España



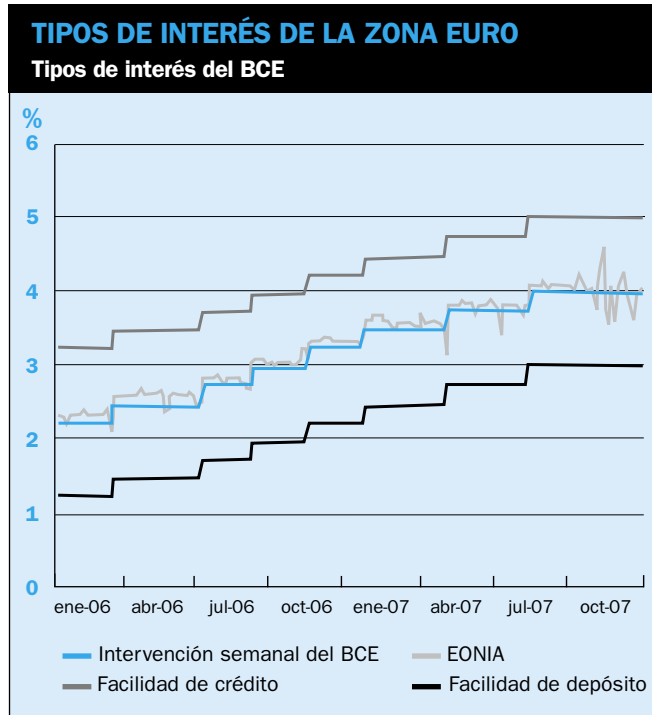
FUENTE: Banco de España

Las perspectivas mejoraron a partir de finales de 2005 y el BCE inició la senda de normalización de las condiciones monetarias de la zona. Desde entonces, y hasta junio de 2007, aplicó ocho incrementos de $\frac{1}{4}$ de punto porcentual, situando su tipo de interés de referencia al nivel actual del 4%.

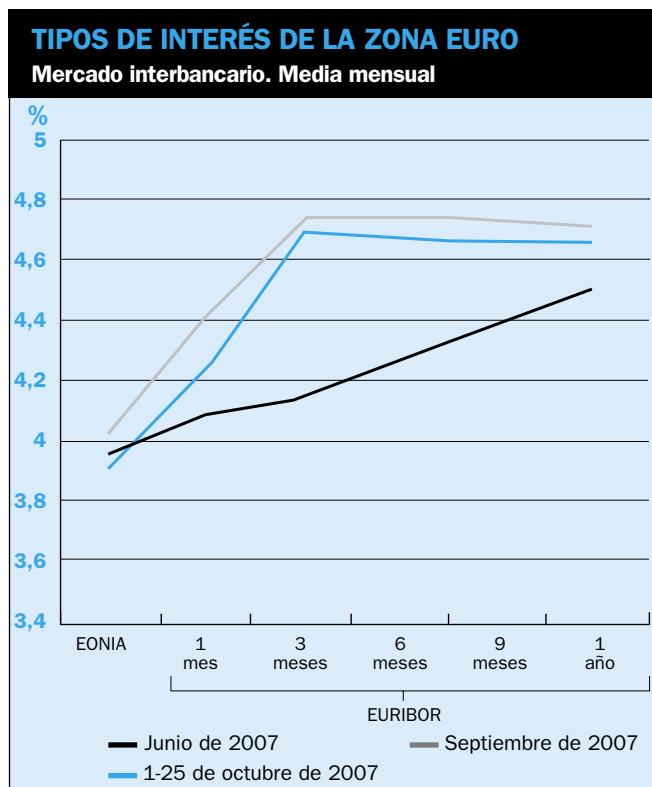
El retorno hacia la normalización monetaria se produjo bajo la oposición de algunos países miembros e incluso de instituciones internacionales de referencia, como la OCDE y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que temían que pudiera ponerse en peligro la incipiente recuperación del crecimiento económico.

La incertidumbre sobre los posibles efectos de la crisis crediticia ha empañado de forma sustancial las perspectivas de inflación y crecimiento de la zona euro. Ante este escenario, el BCE ha optado por frenar la normalización monetaria

El BCE se mantuvo firme, sin embargo, argumentando que la mejora en las perspectivas de crecimiento ya no justificaba el tono acomodaticio de la política monetaria, máxime cuando el fuerte crecimiento de la liquidez se percibía como un factor de riesgo inflacionista.



FUENTE: Banco de España



FUENTE: Banco de España

EL TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR

Desde el año 2002, el dólar ha experimentado una depreciación de más del 40% respecto del euro y del 28% en términos multilaterales. Surgen dos cuestiones interesantes en relación con esta evolución. La primera cuestión es por qué es precisamente el euro la moneda respecto a la que el dólar ha mostrado más debilidad. La segunda es el debate que se ha originado sobre la magnitud y continuidad de esta pérdida de valor.

Detrás de esta depreciación del dólar se encuentran los altos y persistentes déficit de la balanza por cuenta corriente, por encima del 4% del PIB desde el año 2000. Cuando una economía experimenta déficit en su balanza por cuenta corriente se suelen producir dos consecuencias: una depreciación de la moneda, que favorece las exportaciones y desincentiva las importaciones, y una reducción de los precios internos en los sectores ajenos al comercio internacional respecto a los precios de los sectores integrados en ese comercio, que desplaza el consumo de los ciudadanos hacia

productos no importados. La suma de ambos efectos actúa para reequilibrar la balanza por cuenta corriente. Para utilizar un símil: es como si hubiera dos compuertas a través de las que se puede reducir el flujo de agua deficitaria.

El problema está en que la tendencia a largo plazo de las economías desarrolladas se caracteriza por aumentos de productividad mucho mayores en los sectores de producción industrial que en el de servicios, mucho más intensivos en trabajo, y por tanto es de esperar que el precio de los primeros respecto de estos últimos en realidad se reduzca. Esto entra en clara contradicción con la segunda de las posibilidades mencionadas anteriormente, pues típicamente los sectores de las economías menos expuestos al comercio internacional son los de servicios. Siguiendo con el símil, una de las dos compuertas permanece cerrada, y por tanto toda el agua debe fluir por la única salida disponible: la depreciación de la moneda.

Si además una parte de esta compuerta se encuentra obstruida, pues las autoridades chinas mantienen un control aún muy estricto del tipo de cambio entre su moneda y el dólar (y algo similar sucede con el yen japonés), la corriente de agua se traduce fundamentalmente en una depreciación del dólar respecto a la otra moneda de referencia, el euro.

La otra cuestión relevante es hasta dónde va a llegar esta depreciación. La respuesta depende de dos factores. El primero es por cuánto tiempo va a continuar obstruida parte de la primera compuerta. En la medida que las autoridades chinas permitan una revalorización del yuan respecto al dólar, una parte de la presión sobre el euro puede desaparecer.

El segundo factor es que si bien la voracidad importadora estadounidense no va a disminuir a través de un descenso relativo de los precios de los productos que no participan del comercio internacional, estas importaciones también se pueden reducir si se produce un descenso general del consumo, con un aumento de la tasa de ahorro. El peligro radica en que si este descenso se da de forma demasiado repentina puede provocar una recesión. Será clave por tanto el papel de la Reserva Federal, que deberá conducir este proceso con suavidad, evitando que la moderación del consumo frene demasiado el crecimiento y que una quiebra de las expectativas pudiera generar una recesión.





El crecimiento de 2006 (2,8%) y las buenas perspectivas durante la primera mitad de 2007 supusieron un espaldarazo a la política de normalización monetaria del BCE, que seguía dispuesto a continuar subiendo su tipo de interés de referencia. Pero la crisis crediticia desatada durante los meses de julio y agosto de 2007 modificó el escenario.

La incertidumbre sobre los posibles efectos de la crisis crediticia ha paralizado el mercado interbancario y ha empañado de forma sustancial las perspectivas de inflación y crecimiento de la zona euro. Ante este escenario, el BCE ha optado, siquiera temporalmente, por frenar la normalización monetaria.

PREVISIONES DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

En línea con estas consideraciones y con las perspectivas económicas globales, presentamos a continuación nuestras previsiones de inflación y crecimiento para la zona euro. Las previsiones están basadas en el modelo econométrico estimado para la zona que se describe en el recuadro adjunto. El horizonte de previsión es de dos años y las previsiones están condicionadas a los escenarios que se detallan a continuación.

ESCENARIOS

Consideramos dos escenarios, el central y el alternativo, resumidos en la tabla adjunta.

Nuestro *escenario central* mantiene el *status quo*, tanto en términos de la evolución económica internacional como de la evolución de las condiciones monetarias y salariales del interior de la zona euro.

ESCENARIOS DE PREVISIÓN

CENTRAL

	2007	2008-09
Bloque exterior		
Encarecimiento de las materias primas	8%	0%
Crecimiento mundial	5%	5%
Tipo de interés de la Reserva Federal	4,5%	4,5%
Tipo de cambio €//\$	0,7 €//\$	0,7 €//\$
Bloque interior		
Tipo de interés del BCE	4%	4%

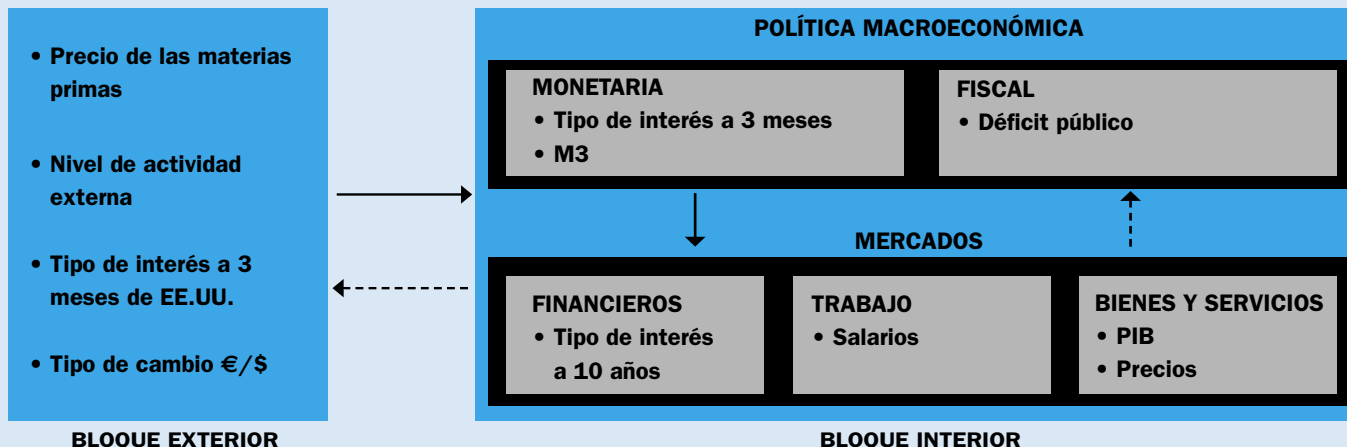
ALTERNATIVO

	2007	2008-09
Crecimiento mundial	5%	3%
Tipo de interés de la Reserva Federal	4,5%	3,5%-4%
Tipo de cambio €//\$	0,7 €//\$	0,65 €//\$

En concreto, el bloque exterior del escenario incorpora un incremento del 8% en el precio de las materias primas durante el 2007 y su estabilización durante el 2008-09, mientras que el nivel de actividad mundial crece en torno al 5%, en línea con las previsiones del Fondo Monetario Internacional. Por lo que respecta a las variables monetarias externas, el escenario sitúa en el 4,5% el tipo de interés de los fondos federales desde finales de 2007, manteniéndolo a ese nivel durante el 2008-09. El tipo de cambio bilateral €//\$ se mantiene en torno a una media de 0,7 euros por dólar durante todo el horizonte de previsión.

Por su parte, el bloque interior del escenario mantiene el tono actual de la política monetaria de la zona, con el tipo de interés de referencia del BCE al nivel del 4% hasta finales de 2009. Esta evolución se complementa con un crecimiento de la liquidez en el entorno del 5% y un crecimiento salarial medio del 2%. Frente al escenario central, nuestro *escenario alternativo* incorpora la posibilidad de que se produzca una fuerte desaceleración del crecimiento económico internacional, reduciéndose del 5% al 3% en 2008-09. Junto a este deterioro de la actividad mundial, el escenario también incorpora una reducción del tipo de interés de los fondos federales de entre ½ punto y 1 punto porcentuales, y una apreciación del euro frente al dólar que situaría el tipo bilateral en 0,65 euros por dólar.

MODELO MACROECONÓMICO DE LA ZONA EURO



Los once indicadores macroeconómicos que contiene el modelo están agrupados en dos bloques principales, que representan, respectivamente:

- La evolución externa de la economía de la zona euro.
- La evolución interna de la economía de la zona euro.

El bloque externo resume el entorno internacional de la zona euro mediante cuatro indicadores:

- El precio de las materias primas.
- El nivel de actividad en el exterior de la zona euro.
- Las condiciones monetarias externas, representadas por el tipo de interés del mercado monetario de Estados Unidos y el tipo de cambio euro/dólar (€/€/\$).

El bloque interno está, a su vez, dividido en dos:

- La evolución de la política macroeconómica está representada en su doble dimensión:
 - Indicador fiscal: déficit público.
 - Indicadores monetarios: tipo de interés a corto plazo y agregado monetario M3.
- La evolución de los mercados se resume en cuatro indicadores:
 - Tipo de interés a largo plazo.
 - Nivel de salarios.
 - Nivel de precios.
 - Producto interior bruto (PIB).

La estructura del modelo facilita el análisis y la cuantificación del impacto que distintos escenarios internacionales y de política macroeconómica puedan tener sobre la evolución del crecimiento y la inflación de la zona euro.

En términos econométricos, el modelo es un vector autorregresivo estimado con técnicas bayesianas que puede expresarse como sigue, utilizando la notación convencional en el análisis de regresión:

$$Y_t = X_{t-1} \beta + \varepsilon_t$$

$n \times 1$ $n \times 1$

donde el componente aleatorio $\varepsilon_t | X_{t-1} \sim N(0, \Sigma)$ y

$$X_{t-1} = \begin{pmatrix} X_{t-1}^1 & \dots & \dots & \dots \\ \vdots & \ddots & \ddots & \ddots \\ X_{t-1}^n & \dots & \dots & \dots \end{pmatrix} \quad X_{t-1}^i = \begin{pmatrix} Y_{t-1}^i \\ \vdots \\ Y_{t-4}^i \\ Z_{t-1}^i \end{pmatrix} \quad i=1, \dots, n \quad \beta = \begin{pmatrix} \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_n \end{pmatrix}$$

el vector Y_t contiene los once indicadores macroeconómicos ($n=11$) y cada ecuación contiene k coeficientes correspondientes a los $m=4$ retardos de cada uno de los n indicadores y al componente no aleatorio Z .

Desde la perspectiva bayesiana, β es un vector aleatorio cuya distribución *a priori* $\beta | X_{t-1} \sim N(\beta_{t-1}, \Omega_{t-1})$ es actualizada con cada nuevo dato muestral para generar la distribución *a posteriori* $\beta | X_{t-1}, Y_t \sim N(\beta_t, \Omega_t)$. La distribución resultante, una vez procesada toda la muestra, es la utilizada para generar las previsiones bajo los distintos escenarios.

La muestra utilizada para la estimación abarca desde el año 1970 hasta el 2006.

PREVISIONES DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO PARA LA ZONA EURO

ESCENARIO CENTRAL

Status quo

	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (%)
2004	1,6	2,1
2005	1,5	2,2
2006	2,9	2,2
2007	2,6	2,1
2008	2,7	2,2
2009	2,5	2,3

ESCENARIO ALTERNATIVO

Desaceleración mundial y apreciación del euro

	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (%)
2004	1,6	2,1
2005	1,5	2,2
2006	2,9	2,2
2007	2,6	2,1
2008	2,1	2,2
2009	1,1	2,2

Las previsiones no dibujan un panorama sombrío, pero proyectan una paralización de la recuperación de la tasa de crecimiento de la zona euro observada en 2006, pudiendo llegar a situarse por debajo de la tasa potencial en 2008 y a reducirse sustancialmente en 2009, en caso de un ajuste en el crecimiento mundial

PREVISIONES

La tabla y el gráfico adjuntos contienen las previsiones de inflación y crecimiento asociadas a cada uno de los escenarios considerados.

Los siguientes aspectos merecen ser destacados:

1. La situación de *status quo* incorporada en el escenario central proyecta unas perspectivas macroeconómicas relativamente aceptables para la zona euro, con un crecimiento en torno a la tasa potencial del 2,5% y con una tasa de inflación media en el entorno del 2%, el límite que identifica la estabilidad de precios en la zona.

2. En el caso de producirse, a partir de 2008, un ajuste sustancial a la baja en la tasa de crecimiento del nivel de actividad mundial y una apreciación adicional del euro frente al dólar de un 7%, el crecimiento de la zona euro se reduciría en torno a ½ punto porcentual en 2008 y a 1,5% en 2009. La tasa de inflación no se vería afectada, manteniéndose en el entorno del 2%.

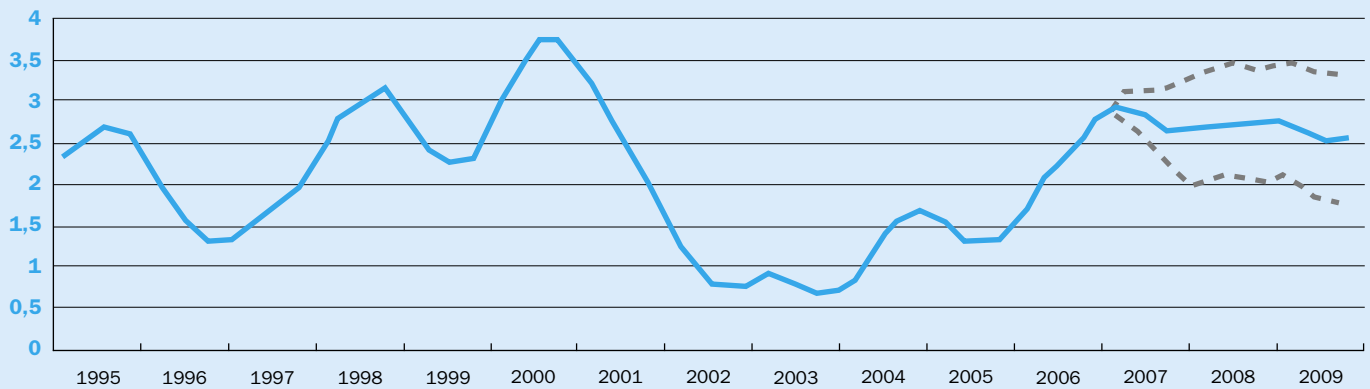
Vistas en conjunto, las previsiones no dibujan un panorama sombrío, pero proyectan una paralización de la recuperación de la tasa de crecimiento de la zona euro observada en 2006, pudiendo llegar a situarse por debajo de la tasa potencial en 2008 y a reducirse sustancialmente en 2009. Al mismo tiempo, la tasa de inflación se mantiene en el entorno del límite aceptable para el BCE, anulando su margen de maniobra para considerar un posible recorte de tipos en el futuro inmediato.

UNIÓN EUROPEA: EXTRAMUROS DE LA ZONA EURO

El bloque de los doce países incorporados a la Unión Europea desde mayo de 2004 seguirá creciendo a una tasa media cer-

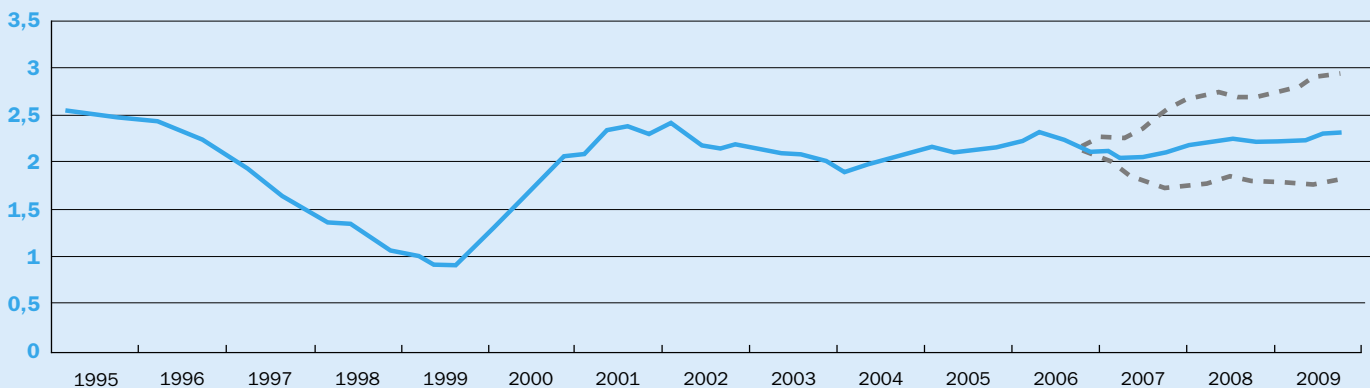
CRECIMIENTO EN LA ZONA EURO (%)

Escenario central



INFLACIÓN EN LA ZONA EURO (%)

Escenario central

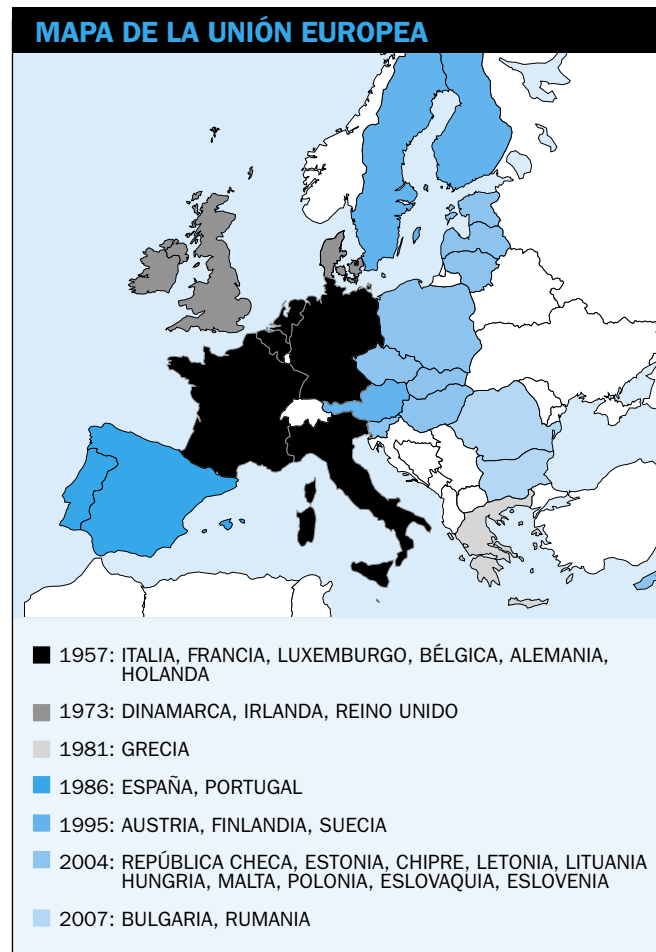
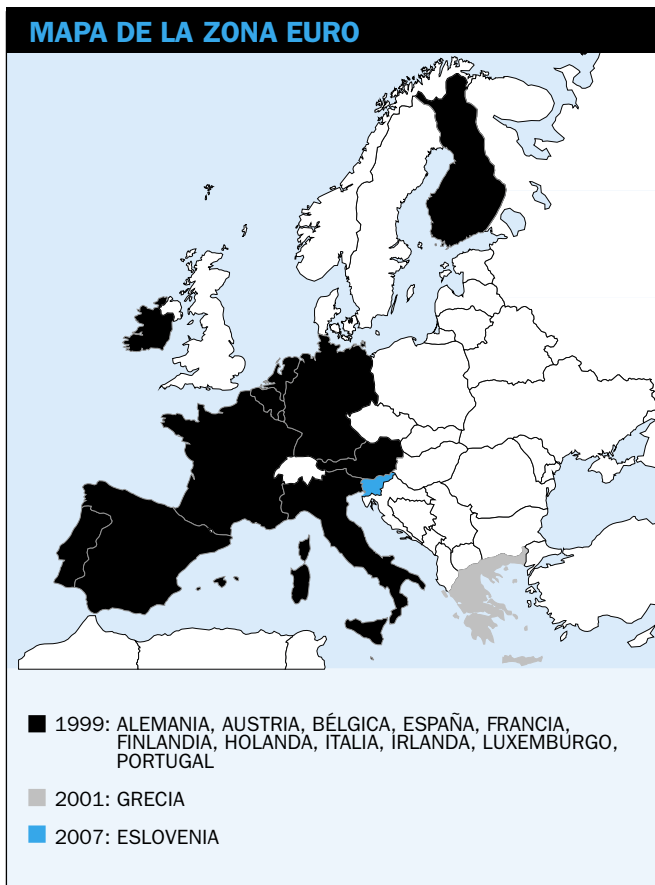


cana al 6% en 2007 y durante 2008-09. Las tasas más elevadas (en torno al 8%) corresponden al bloque báltico (Estonia, Letonia y Lituania) y las más reducidas, a Chipre y Malta (en torno al 3%).

En alguno de los nuevos países miembros, este fuerte crecimiento está acompañado por desajustes insostenibles a medio-largo plazo. En particular, las cuentas externas siguen una evolución preocupante en Bulgaria, con previsiones de déficit corrientes superiores al 20% del PIB durante 2007 y 2008. Aunque de magnitud algo inferior, el déficit por cuenta corriente es también muy elevado (en torno al 15%) en Rumania y en el bloque báltico.

Un aspecto especialmente preocupante del déficit corriente de esos países es que está siendo financiado de forma significativa mediante el recurso al crédito bancario externo denominado en euros. Por un lado, el recurso al crédito puede verse mercado por la reciente crisis de liquidez. Por otro lado, la denominación en euros introduce el riesgo de desajuste entre los activos y los pasivos de los agentes internos ante la posible devaluación de sus monedas.

Respecto a los miembros veteranos de la Unión que no han adoptado el euro, cabe mencionar que las perspectivas macroeconómicas son buenas para el Reino Unido y Suecia, con tasas de crecimiento previstas para 2007 y 2008-09 que



continúan siendo superiores a las de la propia zona euro. Dinamarca, por su parte, experimenta una ralentización del crecimiento, con tasas previstas inferiores al 2%.

ECONOMÍA ESPAÑOLA ACTIVIDAD ECONÓMICA: RALENTIZACIÓN

En el primer y segundo trimestre del año 2007, la economía española creció a una tasa anual del 4,1% y del 4%, respectivamente. Los datos del tercer trimestre indican que, pese al posible efecto negativo de los problemas experimentados por los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis hipotecaria de los Estados Unidos, la economía española apenas si experimenta una leve ralentización en su tasa de crecimiento. La previsión actual es que a finales de este año el crecimiento anual se sitúe en el 3,4%.

Del lado de la demanda, en los últimos trimestres, y debido a un cierto deterioro de las expectativas, el consumo privado está perdiendo algo de empuje, aumentando entre un 3,7% y un 3,9% en tasas anuales. El efecto negativo de la expectati-

vas se ve compensado en gran manera por el aumento de la renta familiar disponible derivada de la creación de empleo, la moderación de la inflación en el primer semestre y la reducción impositiva debida a la reforma del IRPF. De todas maneras, es de esperar que en los próximos meses el consumo siga en su pauta de desaceleración.

La inversión privada sigue siendo el componente más dinámico de la demanda, sobre todo debido al empuje de la inversión en bienes de equipo, que creció a una tasa del 13% en términos anuales durante los dos primeros trimestres del 2007 y mantiene buen ritmo durante el tercer trimestre. La inversión en construcción sigue ralentizándose, situándose en la primera mitad de 2007 en un 4,9%, ocho décimas por debajo de la cifra de la segunda mitad de 2006.

El déficit de la balanza por cuenta corriente de la economía española sigue siendo la causa de que el sector exterior con-

LA CRISIS HIPOTECARIA EN ESTADOS UNIDOS Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR FINANCIERO EUROPEO

La crisis financiera iniciada el pasado mes de julio en Estados Unidos ha hecho que en los últimos meses se plantee abiertamente la cuestión de la solidez del sistema financiero europeo y de su vulnerabilidad a un posible contagio de esta crisis.

Según el BCE, el sistema financiero europeo presentó en 2006 y en la primera mitad del 2007 una situación de evidente solidez. El volumen de beneficios aumentó a lo largo del periodo. Y a pesar de que el aumento de la competencia redujo los márgenes en las actividades bancarias tradicionales, dependientes del nivel del tipo de interés, la mayoría de bancos aumentó considerablemente sus ingresos. Esto fue posible gracias al aumento del volumen de crédito y a la rentabilidad obtenida en las ramas de actividad cuyos márgenes no dependen de forma directa del nivel de los tipos de interés. Efectivamente, la evolución positiva de los mercados de capitales a nivel mundial hizo posible que los bancos con un modelo de negocio basado en la banca de inversión y en la gestión y comercio de activos pudieran obtener muy buenas rentabilidades.

En general, durante el 2006 la calidad de los activos de la banca europea se mantuvo a muy buenos niveles. Los activos *nonperforming* así como los dudosos, aunque aumentaron algo en cantidad, disminuyeron como porcentaje del total. La buena rentabilidad y la robusta calidad de los activos hicieron que la posición de solvencia durante el 2006 y la primera mitad de 2007 fuera buena y adecuada para hacer frente a una posible llegada de pérdidas inesperadas.

Cuando la crisis en Estados Unidos, el principal mecanismo de transmisión hacia entidades europeas se concretó en las dificultades que encontraron algunas de ellas para la refinanciación a corto plazo, como consecuencia de la reducción de la liquidez en el mercado interbancario derivada del aumento repentino de la incertidumbre.

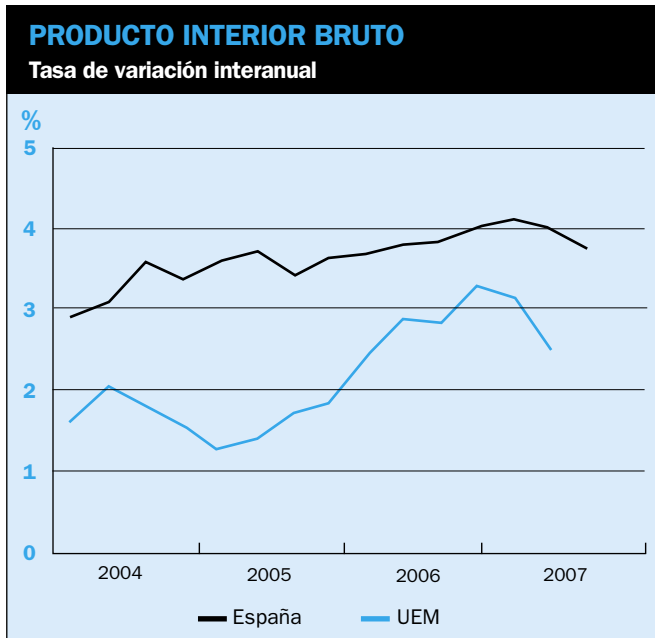
Debe tenerse en cuenta que el escenario de bajos tipos de interés de los últimos años redujo la captación de depósitos, razón por la cual los bancos tuvieron que buscar vías alternativas de captación de pasivo, como la emisión de

deuda o el recurso al crédito interbancario. Este hecho aumentó la exposición, sobre todo de los bancos pequeños, a posibles crisis de liquidez como la acaecida en el tercer trimestre de este año.

En esta situación, se espera que en la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008 se produzca una clara repercusión negativa en los ingresos no basados en los tipos de interés de muchos bancos europeos. También se esperan algunos aumentos aislados de la vulnerabilidad de bancos con una importante cartera hipotecaria.

Sin embargo, la rentabilidad general del sistema y la calidad intrínseca de activos ya mencionadas, con la robusta posición de solvencia que ello implica, así como la rápida reacción del BCE a la hora de proporcionar liquidez en el mercado interbancario, han de permitir que el sistema financiero europeo soporte esta perturbación sin mayores problemas.



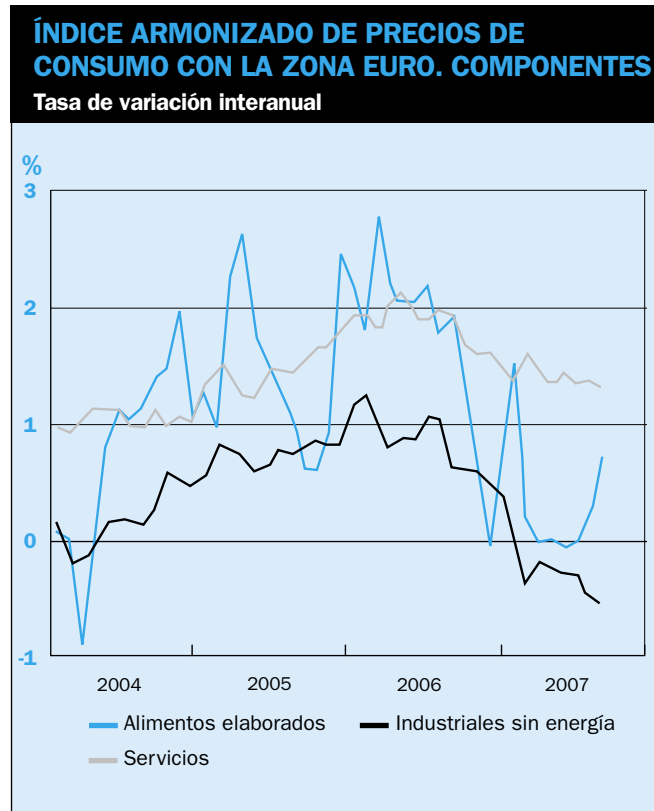


FUENTE: Banco de España



FUENTE: Banco de España

tinúe con una contribución negativa al crecimiento del PIB (en torno al -0,9%), aunque este efecto está disminuyendo debido a la ralentización de las importaciones provocada por la evolución del consumo.



FUENTE: Banco de España

La ralentización de la economía española viene de la mano del endurecimiento de las condiciones monetarias y crediticias y del estancamiento en el sector de la vivienda

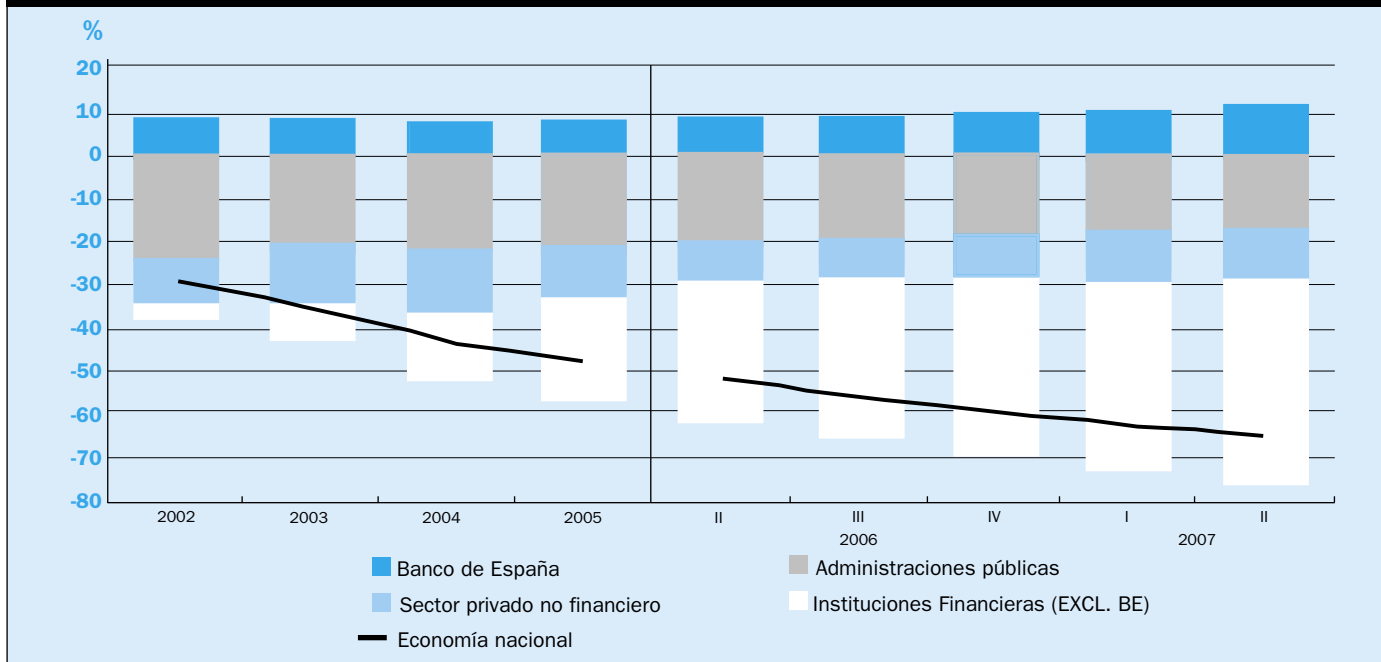
En la vertiente de la oferta, los sectores más activos de la economía en este momento son la industria, la energía y los servicios privados.

En el primer semestre de 2007 la producción industrial creció por encima del 5% por primera vez desde el año 2000. Los sectores más dinámicos han sido las industrias extractivas de productos energéticos, la fabricación de material electrónico, la de maquinaria y equipo mecánico y la de vehículos de motor. El sector servicios creció un 4% en este mismo periodo, liderado por el sector de transporte y comunicaciones y por los servicios a empresas.

Respecto a la evolución prevista para el periodo 2008-09, en un contexto de previsible desaceleración de la actividad económica en la mayoría de las economías desarrolladas, se espera que también la economía española la experimente. Existe una

ACTIVOS NETOS DE LA ECONOMÍA FRENTE AL EXTERIOR

% del PIB



FUENTE: Banco de España

cierta disparidad de criterios sobre su magnitud: mientras que el FMI ha rebajado recientemente su previsión sobre el crecimiento de nuestra economía para el año 2008 hasta el 2,7%, el gobierno y la Comisión Europea mantienen una previsión del 3% y en torno al 2,5% para 2009.

A VUELTAS CON LA INFLACIÓN

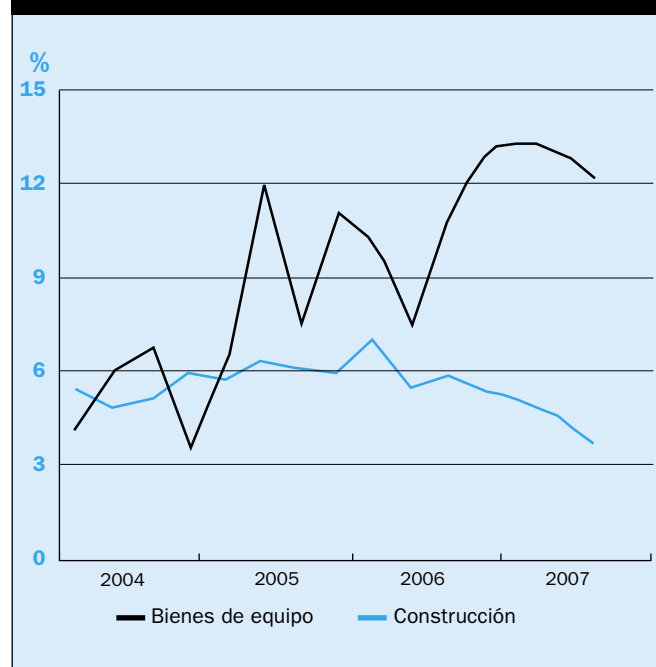
El pasado mes de agosto la tasa interanual de inflación se situó en el 2,2%, su nivel más bajo desde marzo de 2004. Esto fue posible gracias a la confluencia de varios factores: la moderada evolución del precio del petróleo, sumada a la fortaleza del euro respecto del dólar y el buen comportamiento del precio de los alimentos frescos, sobre todo carne y pescado.

Sin embargo, la evolución ha dado un cambio drástico en los últimos meses, situándose la tasa de inflación a un nivel interanual del 2,7% en septiembre y del 3,6%, según el dato avanzado, para el mes de octubre.

Dos factores han sido los responsables de esta subida repentina: el impacto de los nuevos aumentos del precio del petróleo y la escalada de precios de los alimentos básicos.

INVERSIÓN EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tasa de variación interanual



FUENTE: Banco de España

A título de ejemplo, el pan se ha encarecido en los últimos doce meses un 8,1%, algo que no sucedía desde 1992. También se han encarecido a niveles desconocidos en los últimos quince años la pasta (6,7%) y la leche y los derivados lácteos. Especialmente novedosos son los casos de la leche y la pasta, que aumentaron su precio en un mes un 6,4% y un 5,2%, respectivamente. En el caso de la leche, no se encuentra ningún precedente en las series estadísticas; y para el de la pasta habría que remontarse hasta 1973.

El sector servicios sigue siendo fuente principal del diferencial de inflación entre España y la zona euro

Los problemas con los precios de los productos alimenticios no son exclusivos de la economía española: sin ir más lejos, el aumento del precio de los macarrones y los espaguetis originó protestas en Italia el pasado mes de agosto.

Los precios del sector servicios siguen creciendo a tasas cercanas al 4%, por lo que si los precios del petróleo y de los alimentos siguen con la presente evolución, la inflación se situará a finales del 2007 por encima del 3%, como lo ha venido haciendo en los últimos años.

EL SECTOR EXTERIOR: MÁS DE LO MISMO

El déficit de la balanza por cuenta corriente ha seguido aumentando hasta situarse en un 9% del PIB al finalizar el primer semestre de 2007. Los responsables son los crecientes déficits de la balanza comercial y de la balanza de rentas.

El déficit de la primera, después de una ralentización de su aumento en los primeros meses del 2007, volvió a su senda alcista. Pese al comportamiento relativamente bueno de las exportaciones, que crecían a mediados de año en un 4,2% en tasa interanual, las importaciones siguieron aumentando con mayor rapidez, un 6,3% en tasa interanual. Como consecuencia, las exportaciones netas siguieron aportando un efecto negativo al crecimiento del PIB, del orden del -0,9%. De todas formas, la esperada moderación de la demanda interna hace prever que en los próximos meses el sector exterior disminuya esta aportación negativa al crecimiento.

El endeudamiento de la economía española frente al exterior sigue creciendo, consolidándose como una fuente potencial de estrangulamiento en el supuesto de la prolongación de la crisis crediticia internacional

EL PRECIO DE LOS ALIMENTOS

El ciudadano medio de los países desarrollados ha observado con cierta sorpresa que el precio que debe pagar por muchos productos alimenticios, del pan a la leche o de los huevos a los *corn flakes*, ha aumentado de forma ostensible en los últimos dos años.

Una familia típica de un país desarrollado dedica hoy en día entre un 10% y un 15% de su presupuesto a la compra de alimentos, por lo que el efecto de estos aumentos de precios sobre las tasas de inflación es y será moderado. Pero por tratarse de productos de consumo frecuente, el cambio ha tenido un cierto impacto subjetivo. Además, como veremos, muy probablemente no se trate de una circunstancia coyuntural, sino que existen varios factores que hacen pensar que deberemos acostumbrarnos a unos alimentos más caros.



Este aumento de precio hay que explicarlo sobre todo por el aumento del precio de las materias primas alimenticias no elaboradas. Así, desde principios de 2005 a septiembre de 2007 el precio del maíz ha subido un 60%, el del trigo un 40% o el de la soja un 22%. Esto ha hecho subir también el precio de la carne entre un 10% y un 12%, pues ha aumentado el coste de la alimentación del ganado.

Para todo ello existen factores explicativos tanto desde el lado de la oferta como desde el lado de la demanda. Desde el lado la demanda, el primer factor a mencionar es que no tan sólo está aumentando la población mundial, sino que muchos países en desarrollo han aumentado su consumo diario de alimentos. La OCDE calcula que, al adoptar las pautas occidentales de consumo, los países no pertenecientes a la OCDE van a aumentar en los próximos 10 años su consumo de carne en un 40%, el de mantequilla un 30% y el de queso un 60%.

Otro factor de demanda es el gran aumento de consumo de biocombustibles. Para la producción de etanol se utiliza trigo y maíz, y para el biodiesel semillas oleaginosas.

Desde el lado de la oferta, algunos de los factores son coyunturales, como la mala cosecha de cereales en Australia y parcialmente en Europa. Pero otros tienen una naturaleza estructural. Las políticas de imposición de cuotas a la producción del sector primario en los países industriales han conseguido reducir los excedentes de producción, lo que ha contribuido al aumento de los precios. La conciencia de que los precios de los alimentos han experimentado un cambio estructural al alza en todo el mundo puede ser un incentivo para eliminar las barreras y los aranceles a la importación de estos productos procedentes de los países en vías de desarrollo.

La FAO (*Food and Agriculture Organization*, Naciones Unidas) espera que los precios de los cereales y de las semillas oleaginosas a medio plazo se reduzcan en alguna medida con respecto a los máximos alcanzados en la actualidad (cuando se corrijan los desajustes actuales entre oferta y demanda), mientras que afirma que los precios de la carne y los alimentos de consumo aún aumentará algo más antes de estabilizarse. El horizonte temporal y el nivel



en que todo esto se materialice se verán afectados por la evolución de los precios del petróleo, la viabilidad de fuentes alternativas de energía, y las políticas agrarias y comerciales en general.

Pero en cualquier caso, los responsables de estas políticas deben tener en cuenta que se trata de una cuestión con un fuerte impacto en aspectos importantes de la economía global: el medio ambiente, las disponibilidades energéticas y las relaciones entre países ricos y pobres y entre zonas rurales y urbanas.

Por su parte, el déficit de la balanza de rentas ha superado en términos absolutos al de la balanza comercial, algo que no sucedía desde el primer trimestre de 2002. El superávit de la balanza de servicios, liderada por el sector turístico, se queda lejos de compensar los déficits anteriormente mencionados.

LA CONSTRUCCIÓN

La inversión en construcción mantiene en el tercer trimestre de 2007 su tendencia a la moderación ya mostrada desde principios del ejercicio. Todos los indicadores se mueven en este sentido.

Entre los indicadores de consumos intermedios, la producción de materiales de la construcción sigue manteniendo el modesto ritmo de crecimiento mostrado ya en el primer semestre, mientras que el consumo de cemento cayó en agosto.

También los indicadores de empleo reflejan la desaceleración del sector: el número de trabajadores del sector afiliados a la



Seguridad Social, que había aumentado un 4,4% durante el primer semestre, apenas aumentó en agosto y septiembre, y el número de parados registrados en julio y agosto aumentó su ritmo interanual.

La corrección inesperada del precio de la vivienda y su previsible impacto negativo sobre el crecimiento económico no es un escenario para descartar

Si bien el alto número de visados de viviendas aprobados durante 2006 hacía pensar que la construcción de residencias aumentaría a buen ritmo en 2007, la moderación observada en la demanda residencial está ralentizando la ejecución de proyectos. También el crédito hipotecario sigue ralentizando su crecimiento. El riesgo de una corrección sustancial del precio de la vivienda sigue latente.

Por otra parte, el aumento del 20% de la licitación oficial en el mes de julio respecto al mismo mes del año anterior pone de manifiesto que la obra pública compensará parcialmente la disminución de la inversión en vivienda.

EL MERCADO DE TRABAJO

Pese a que la economía española ha venido generando empleo a tasas cercanas al 3%, esto no ha sido suficiente para evitar un cierto aumento del paro. De octubre de 2006 a octubre de 2007, el número de desempleados ha aumentado un 2,2%, alcanzando una cifra de 2.028.000 personas.

El sector de la construcción, el más afectado por el desempleo, tiene la mayor tasa de temporalidad de la economía y absorbe un alto porcentaje de empleo inmigrante

Este aumento del desempleo ha sido bastante dispar, dependiendo del sector productivo. En la construcción, el desempleo aumentó un 9,8%. También en la agricultura los parados aumentaron notablemente, mientras que el aumento fue bastante menor en el sector servicios. En cambio, en el sector industrial el número de parados se redujo en un 2,8%.

EL PRESUPUESTO DEL ESTADO: BUENAS NOTICIAS

En el primer semestre de 2007 las cuentas del Estado han generado un superávit equivalente al 0,6% del PIB, por encima



del 0,3% mostrado en el primer semestre del año anterior. Esto ha sido posible sobre todo por el gran aumento de los ingresos en la recaudación de los impuestos directos, un 12,4%, mientras que el gasto ha crecido tan sólo un 7%.

En este contexto, las reformas del impuesto sobre la renta y del de sociedades destinadas a reducir la presión fiscal se han visto compensadas, en parte, por un crecimiento de las rentas mayor del esperado y por el aumento en la recaudación de otros impuestos, como los que gravan las inversiones o el *leasing*.

También se ha producido una notable mejora en el presupuesto de la Seguridad Social, que acumulaba en el primer semestre un superávit un 14,8% superior al acumulado en el mismo periodo del ejercicio anterior.

La buena evolución de las cuentas públicas es un seguro frente a eventuales dificultades económicas, y sigue siendo una ventaja comparativa de la economía española frente a la mayoría de los países de nuestro entorno

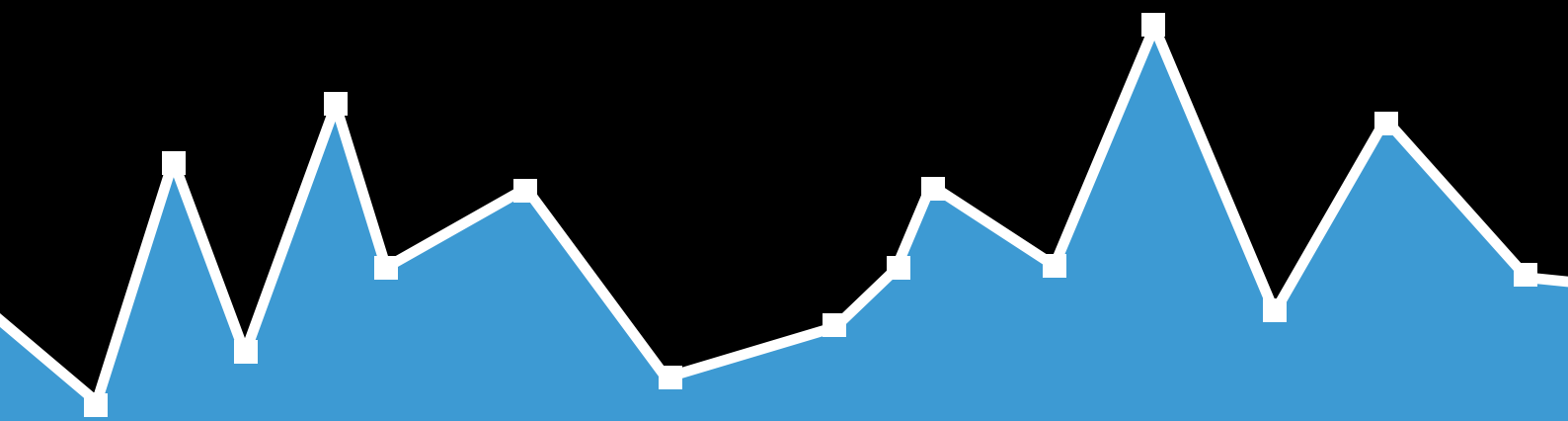
Por su parte, los Presupuestos Generales del Estado del 2008, recientemente debatidos en el Parlamento, son positivamente continuistas, con una previsión para 2008 de un superávit

equivalente al 1,15% del PIB, dando prioridad a medidas que tienen por objeto el impulso de la productividad, así como a diversas políticas de bienestar y cohesión social.

El presupuesto es ligeramente expansivo, pues conlleva un aumento del gasto del 8% cuando se prevé que el PIB nominal lo haga tan sólo un 6,7%. Las partidas más importantes del gasto son las de carácter social, que suponen un 50,5% del total.

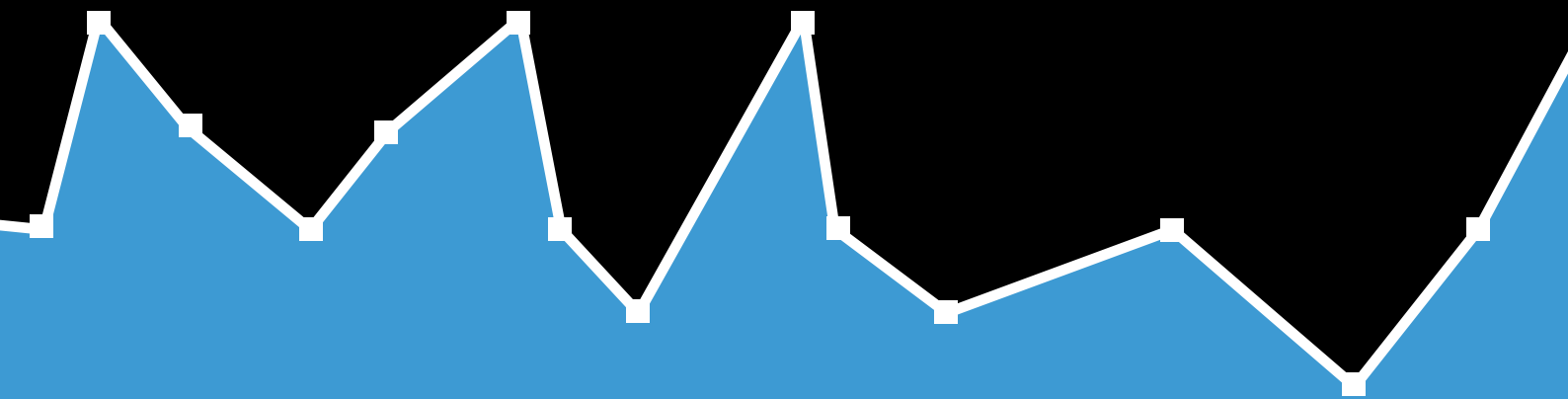
Entre las partidas de carácter económico, la más importante es la de construcción de infraestructuras (5,9% del total). La partida dedicada a I+D aumenta un 17,4% respecto del ejercicio anterior, suponiendo un 2,4% del total y consolidando el papel de liderazgo tomado por el gobierno en la promoción de los aumentos de productividad.

TEMAS SELECCIONADOS



Marruecos: tan cerca, tan lejos

El Fondo Monetario
Internacional (FMI) (2004-2007):
Rodrigo Rato, *Managing Director*





Marruecos: tan cerca, tan lejos

Basta con cruzar los 14 kilómetros del Estrecho de Gibraltar que separan a España de Marruecos para cambiar de universo. En los últimos años, las autoridades del Reino Alauita han emprendido profundas reformas que se enfrentan a una serie de factores que dificultan su eficacia. La Unión Europea está obligada a tender los puentes necesarios para facilitar su particular acercamiento a la modernidad.

Prof. Agustín Ulled
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

El Estrecho de Gibraltar separa dos continentes profundamente alejados en su desarrollo económico y social. En la última década, Marruecos está llevando a cabo una serie de profundas reformas políticas, económicas y sociales que le permitan, sin perder su peculiaridad, aproximar su nivel de desarrollo a la de los países europeos. La Unión Europea, consciente de ese esfuerzo, ha reforzado las relaciones bilaterales a todos los niveles y reflexiona sobre la puesta en marcha de un estatuto avanzado que permita a Marruecos actuar a un nivel semejante al de los Estados miembros, con ciertas limitaciones en el plano decisorio.

Sin embargo, aunque la economía de Marruecos ha crecido en 2006, por séptimo año consecutivo, y cuenta con un importante potencial de crecimiento, hay una serie de factores que dificultan su desarrollo.

En el presente documento se analiza la situación económica marroquí, sus progresos y las dificultades a las que ha de hacer frente, así como el marco de sus relaciones con la Unión Europea y con España.

INTRODUCCIÓN

Basta con cruzar los 14 kilómetros del Estrecho de Gibraltar que separan a España de Marruecos para cambiar de universo.

Marruecos se divide en tres regiones naturales: la plataforma litoral norteña, a lo largo del Mediterráneo, que alberga el Rif, unas montañas que varían en elevación hasta cerca de los 2.400 metros; las tierras bajas, entre las sierras del Atlas, y el área semiárida, que se combina en el desierto de Sahara y las montañas del Atlas, con una elevación media de 3.300 metros, con el Toubkal, el pico más alto del norte de África (4.165 m).

La superficie de Marruecos es de 446.550 kilómetros cuadrados (más de 700.000, si se añaden los territorios del Sahara).

Los caprichos de su variada geografía han dado a Marruecos una personalidad propia. Los montañeses se amoldaron a una agricultura y ganadería precarias, los cultivadores de los oasis desarrollaron técnicas eficaces para sacar el máximo partido de las aguas freáticas, los pastores trashumantes vieron en los rebaños una maquinaria capaz de transformar la escasa vegetación en lo necesario para su sustento y el mejor vehículo de transporte para las zonas áridas. Mientras, en las ciudades, estudiosos, comerciantes y artesanos convirtieron el espacio en un foco de civilización. Son muchas las regiones en las que todavía priman formas de vida que podrían calificarse de arcaicas y, sin embargo, perduran al lado del nuevo Marruecos, que acelera sin cesar su ritmo de cambio, transforma de raíz su base económica y se adhiere como un imán a la llamada modernidad. Ambos mundos se solapan.



Cuando los marroquíes se refieren en lengua árabe a su tierra, la denominan Al Magrib, el país de poniente. Al Magrib, la última posición conocida de suelo firme lindante con la inmensidad del océano. Sin embargo, los términos que se usan para ello en los diversos idiomas occidentales –Marruecos, Maroc, Morocco y similares– no son más que variantes del vocablo *marrakus*, de origen impreciso, con el que se identificaba la ciudad que hoy ostenta el nombre de Marrakech, fundada en el siglo XI por los almorávides.

Antigua colonia de Francia y España, la descolonización marroquí fue tensa, pero mucho menos sangrienta que la de Argelia. Quizá por ello la herencia de nuestras culturas europeas sigue presente en las calles, en las instituciones o en el uso de segundas lenguas.

La población marroquí se divide en dos etnias, árabe y amazigh (berebere). Según los últimos datos, la población es de 32 millones de habitantes. El índice de crecimiento demográfico anual no cesa de disminuir: fue del 2,6% en los años setenta, del 2,06% en los ochenta y parte de los noventa, y se estima que será del 1,4% para el período 2004-2015. Hay, por tanto, un descenso en el ritmo de crecimiento de la población, si bien hay importantes diferencias entre los índices de crecimiento urbano (3,6%) y rural (0,6%).

La población es eminentemente joven: el 31,5% se situaba, en el año 2004, por debajo de los 15 años, y tan sólo un 4,8% supera los 64. La esperanza de vida no cesa de aumentar y ha pasado de los 65 años de finales de los años ochenta a los 70 actuales.

Según el informe de desarrollo humano del PNUD, Marruecos ocupaba en 2004 el lugar 123 en el ranking del IDH. Uno de los principales retos de Marruecos es el nivel educativo, de los más bajos de la región; su tasa de alfabetización es tan sólo del 51%, que espera verse mejorada a medio plazo, gracias al lanzamiento de un amplio programa de reforma del sector de la educación (PARSEM) y que se refleja por su esfuerzo presupuestario (6,3% del PIB).

LA HISTORIA

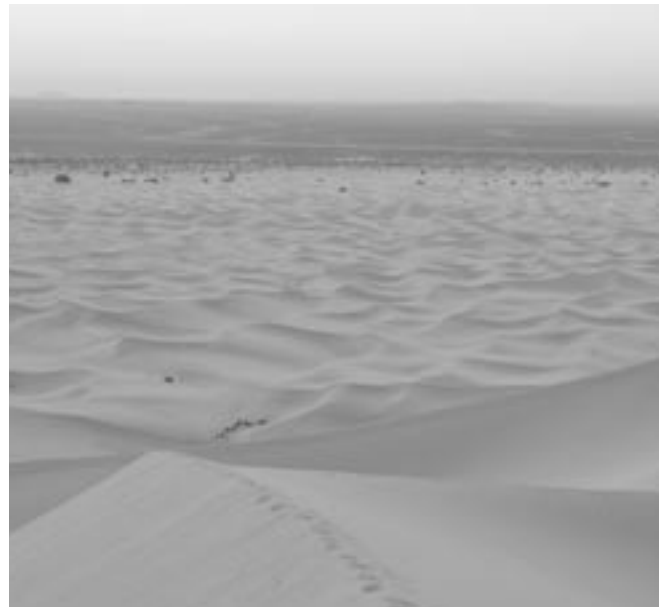
Los primeros rastros humanos aparecieron en Marruecos hace unos 800.000 años en la costa atlántica, como lo atestiguan algunos utensilios hallados cerca de Casablanca; se trata de los restos más antiguos del norte de África. Cinco mil años antes de Cristo, nuevas poblaciones originarias del Próximo

Oriente cohabitan y se mezclan con los primeros habitantes de Marruecos. Alrededor de 700 años antes de Cristo, Marruecos entra en la historia. La escritura *libica*, inventada por los bereberes, aparece en el Atlas. Posteriormente se producen sucesivas llegadas de fenicios, cartagineses, griegos y romanos. Roma extenderá su influencia en la región y acabará por anexionarla al imperio, creando la provincia de Mauritania Tingitana. Tras la caída de Roma tiene lugar la invasión de los vándalos, hasta que fueron expulsados por los bizantinos. Es a partir del año 649 cuando empiezan a llegar al Magreb los primeros pobladores árabes. Bereberes y bizantinos se sublevaron contra el invasor, pero los árabes musulmanes consiguen extender su civilización.

En el año 788 nace la primera dinastía musulmana (los idrisidas) y en el 791 se crea el Estado marroquí, con capital en Fez. Diversas dinastías suceden a los idrisidas (almorávides, almohades, merinies, saadies), hasta la aparición de los alauitas, en la primera mitad del siglo XVII.

Desde entonces, la dinastía Alauita se ha convertido en la familia reinante de Marruecos. Su denominación del francés está basada en el nombre de su fundador *Ali* o Mouley Ali Cherif, que se convirtió en Sultán de Tafilete en 1631. Su hijo Muley Rachid (1664-1672) consiguió unificar y pacificar el país. Poniendo fin al caos reinante durante los últimos cincuenta años de la dinastía Saadiana, Muley Rachid se apoderó de Fez y se proclamó Sultán en 1660. En diez años los alauitas se apoderaron del resto de Marruecos, aunque en realidad su autoridad directa se limitaba al territorio conocido como Bled el-Maghzen, quedando unos dos tercios del país, el Bled el-Siba, en manos de tribus no sometidas.

Muley Abd el-Aziz Ibn el-Hassán (1894-1908) marca la decadencia de la dinastía por su mala administración y por permitir que Marruecos se convirtiera en campo de batalla entre las aspiraciones imperialistas de las grandes potencias. La exaltación de los movimientos xenófobos fue utilizada como pretexto por Francia para una primera ocupación parcial (1900-1903). En 1904, Francia, Gran Bretaña y España pactaron abiertamente el reparto colonial del país; pero Alemania, que hasta entonces no había demostrado interés por Marruecos, lo utilizó como pretexto para intentar el aislamiento diplomático de Francia. En 1905 el Emperador Guillermo II desembarcó en Tánger, proclamó que su país estaba dispuesto a defender la independencia del Sultán y reclamó la reunión de una conferencia internacional para solucionar el conflicto.



© Marc Llibre Roig

En la conferencia de Algeciras de 1906 se reunió el Sultán Abd el-Aziz con 14 potencias para negociar las bases de la ocupación. Se acordó el libre comercio con impuestos muy bajos y se garantizó la soberanía del Sultán.

El acuerdo de Francia con el Sultán Muley Hafid, en 1912, dio paso al Protectorado. Francia recortó a España parte de la superficie acordada previamente, quedándose ésta solamente con las montañas del Rif y de la Yebala. En el Sahara le recortó también una buena franja de la cara sur del Atlas. La ocupación fue lenta, dada la resistencia de muchas tribus bereberes.

Hasta 1934 no consiguen pacificar el territorio. Tánger, en 1925, consigue un estatuto especial como ciudad internacional. En los años de Protectorado se crean todas las infraestructuras modernas, como puertos, carreteras, ferrocarriles, canalización de aguas, grandes proyectos agrícolas en vastas extensiones, nuevas explotaciones mineras, industrialización, etc.

En 1944 los nacionalistas enemigos de esa tutela crean el partido del Istiqlal, tras las presiones que recibía el Sultán Mohamed V para firmar decretos (*dahires*). Mohamed V pronunció dos discursos que finalmente le costaron la deportación, en 1953, a Madagascar. Francia puso como sustituto a Mohamed Ben Arafa, pero resultó un fracaso, pues la agitación popular creció y provocó el retorno de Mohamed V y, al poco tiempo, la firma del Tratado de Independencia.

Marruecos consiguió la independencia política en 1956 y aspiraba a recuperar las fronteras que tenía a principios del siglo XX, pero vio sus territorios bastante recortados. Por una parte, Francia se había anexionado una vasta extensión a la aún provincia de Argelia, además de todo el territorio hasta el río Senegal a la aún colonia de Mauritania.

Tras la muerte de Mohamed V en 1961, sube al trono su hijo, Hassan II, quien, mediante referéndum, consigue aprobar una nueva constitución, en 1962, para dotar al país de instituciones más adaptadas al mundo moderno.

España, por su parte, conservó el Sahara, Ifni y las llamadas Plazas de Soberanía. La recuperación de alguno de estos territorios ha sido constantemente reclamada, de manera que España cedía la plaza de Ifni en 1969 y abandonaba el Sahara en 1975 tras la ocupación (Marcha Verde) de Marruecos.

El punto más importante en la política marroquí, desde mediados de los años setenta, ha sido la disputa sobre el territorio del Sahara, anteriormente conocido como Sahara Español y, en la actualidad, como República Árabe Saharaui Democrática. Durante dos décadas las fuerzas del ejército marroquí y las del Frente Polisario (Frente para la Liberación de Saguia el Hamra y Río de Oro) mantuvieron enfrentamientos armados. El intento de encontrar un arreglo con la mediación de la ONU llevó al alto el fuego en septiembre de 1991, como primer paso para la celebración de un referéndum sobre la autodeterminación del territorio. Sin embargo, los impedimentos puestos por parte del Reino de Marruecos han provocado que hasta hoy, en 2003, aún no se haya realizado.

A la muerte del Rey Hassan II, en julio de 1999, le sucedió su hijo, el Rey Mohammed VI, quien prometió acabar con la corrupción de la Administración y favorecer el desarrollo de las libertades democráticas.

Desde el criterio de la Ciencia Política, el sistema político marroquí puede definirse como una monarquía constitucional. Limitada, eso sí, en ciertos temas sujetos a restricciones, restricciones que no derivan sólo de mecanismos institucionales, sino, sobre todo, de una autolimitación colectiva. Entre los temas no susceptibles de críticas suelen citarse fundamentalmente tres: la monarquía, el Sahara Occidental y la corrupción entre las élites políticas y administrativas.



En 2002 se llevaron a cabo las primeras elecciones legislativas consideradas democráticas, en las que venció el bloque de izquierdas, compuesto por los partidos USFP, PPS, PGSU y PSD. La participación, considerada entonces modesta (52%), hubiera sido considerada un éxito en las elecciones celebradas el pasado día 7 de septiembre, que han dado un índice de participación de tan sólo el 37% y que han sido ganadas por el partido Istiqlal (de centro derecha), con 52 escaños, seguido del PJD (islamista moderado), que, aunque ganador en votos totales, consiguió menos escaños.

El peso de la mujer en política es todavía muy reducido. Hasta 2002, el número de mujeres elegidas en los comicios legislativos nunca había sido superior a dos. En 2002, se dio un importante paso adelante mediante la instauración de una lista nacional reservada a las mujeres

El sistema electoral marroquí está diseñado de tal forma que impide que haya claros vencedores. La Constitución prohíbe expresamente la existencia de un partido único y garantiza la libertad de asociación. Los cinco primeros clasificados en las recientes elecciones de septiembre se situaron entre el 9,8% y el 10,9% de los votos.

La particularidad del sistema permite al Monarca aprobar el ejecutivo resultante de las urnas y designar personalmente a

los ministros del Interior, de Asuntos Exteriores, de Justicia y Asuntos Islámicos. También es prerrogativa del Rey nombrar a los gobernadores de las provincias (*walis*).

Días después de las últimas elecciones, el Rey de Marruecos, Mohamed VI, cumplió su palabra al respetar la voluntad de los votantes y nombró Primer Ministro al líder del partido Istiqlal, Abas el Fassi, del que se espera –tal como se había comprometido reiteradamente desde su entronización, en 1999, el Rey Mohamed VI–, la continuidad de las profundas reformas del régimen y de las leyes del país. A pesar de los altibajos, nadie pone en duda que el Rey ha avanzado en el camino de la apertura, como se constata con la reforma del Código de Familia, la Ley de Partidos Políticos, la lucha contra la tortura, el refuerzo democrático local, la reforma –lenta y problemática– del sector judicial y penitenciario, la preparación del nuevo código electoral, la mayor implicación de la policía en la neutralización de las redes de terroristas y la constitución, en 2006, de una Comisión de Equidad y Reconciliación que investiga los casos de abuso cometidos entre 1956 y 1999.

La composición del gobierno –33 ministros y secretarios de Estado– ha sorprendido porque incluye una importante presencia femenina (5 ministras y 2 secretarías de Estado). La fuerte presencia femenina, la más importante en la historia de los gobiernos marroquíes desde la Independencia, en 1956, permite al Primer Ministro cumplir con su promesa de apertura y paridad, y se trata de un mensaje dirigido a los partidos para que renueven sus ejecutivos, ampliamente dominados por hombres.

El peso de la mujer en política es todavía muy reducido. Hasta 2002, el número de mujeres elegidas en los comicios legislativos nunca había sido superior a dos. En 2002, se dio un importante paso adelante mediante la instauración de una lista nacional reservada a las mujeres. Treinta y cinco mujeres (treinta en las listas nacionales, cinco en las locales) han accedido al Parlamento. Constituyen así el 10,8% del total de elegidos. Sin embargo, subsisten grandes disparidades entre hombres y mujeres en lo que concierne a la participación en la toma de decisiones.

En lo concerniente al respeto de las minorías, se ha creado el Instituto Real de la Cultura Amazigh, que tiene la misión, además de promocionar esta cultura, de integrar la lengua berebere en el sistema de enseñanza.

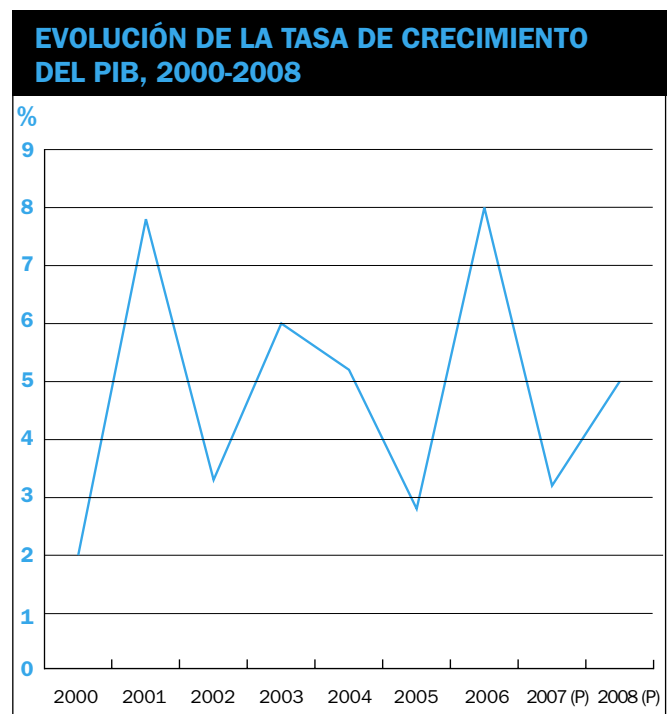
El nivel de libertad de los medios de comunicación, así como el de las organizaciones civiles, está muy por encima del de otros países de la región.

La corrupción es todavía un grave problema, a pesar de las declaraciones del gobierno. Persiste una enorme distancia que divide a las diferentes capas de la sociedad marroquí, y ello se agrava por la ausencia de claros mecanismos de redistribución y de redes sociales adecuadas. Numerosas reformas están en curso o en vías de preparación, pero resultan insuficientes, dada la amplitud del problema.

La corrupción es todavía un grave problema. Persiste una enorme distancia que divide a las diferentes capas de la sociedad marroquí, y ello se agrava por la ausencia de claros mecanismos de redistribución y de redes sociales adecuadas

ECONOMÍA: ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Marruecos ocupa el quinto puesto, por su potencial económico, en el ranking de países de África. Tras la revisión del sistema de contabilidad nacional realizado en 2005, el PIB a precios corrientes alcanzó en 2006 la cifra de 52.000 millones de euros.



FUENTE: FMI

La estabilidad macroeconómica, emparejada con una baja inflación y un lento crecimiento económico, ha caracterizado la economía marroquí en los años noventa. En la actualidad, Marruecos vive el período de crecimiento y estabilidad macroeconómica más largo que ha experimentado jamás. Sin embargo, no hay que olvidar que Marruecos debe hacer frente a serios problemas estructurales derivados de las finanzas públicas, con un equilibrio presupuestario que depende de los ingresos por privatizaciones, del creciente déficit comercial, reflejo de la falta de competitividad del te-

jido empresarial, del mercado laboral, con una tasa de paro que, calculada con la metodología europea, afectaría a más de un tercio de la población activa, y del excesivo peso de la economía informal.

Los resultados de 2006 no hacen más que confirmar la positiva evolución de la economía marroquí, que en el período comprendido entre 2001 y 2005 ha crecido a un ritmo anual del 5,4%, es decir, 3,4 puntos por encima del crecimiento registrado en la década de los noventa.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS, 2002-2007						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007⁽¹⁾
Producción y precios	(variación anual en porcentaje)					
PIB real	3,3	6,1	5,2	2,4	8,0	2,5
Precios al consumo ⁽²⁾	1,4	1,8	0,5	2,1	3,2	2,5
Inflación %	-	-	1,2	1,5	1,0	3,3
Inversión y ahorro	(en porcentaje del PIB)					
Formación bruta de capital	25,9	27,5	28,7	30,3	28,7	30,3
Ahorro nacional bruto	29,6	30,7	30,5	32,6	32,1	32,1
Finanzas públicas	(en porcentaje del PIB)					
Ingresos	22,4	21,8	22,8	24,4	25,7	24,6
Gastos	26,6	26,5	27	29,9	27,6	26,9
Saldo presupuestario	-4,2	-4,4	-4,1	-5,2	-2,1	-2,5
Deuda total del Estado	64,9	62	59,9	63,7	58,2	58
Sector monetario	(variación anual en porcentaje)					
Crédito al sector privado	3,8	8,3	7,2	13,1	17	12,8
Sector exterior	(en porcentaje del PIB)					
Exportaciones de bienes ⁽³⁾	9,8	11,8	13,1	13	13,4	13,6
Importaciones de bienes ⁽³⁾	7,2	20,1	25,2	16,7	13,7	17,7
Saldo comercial mercancías	-7,6	-8,7	-11,5	-13,5	-13,8	-15,4
IDE	1,1	4,6	1,5	2,6	3,6	4,0
Deuda exterior total	35,8	30,8	27,3	25,4	23,3	22,0
Reservas brutas ⁽⁴⁾	10,009	13,716	16,298	16,08	19,977	23,616

⁽¹⁾ Previsión. ⁽²⁾ Fin de período. ⁽³⁾ En \$ USA, variación en %. ⁽⁴⁾ En millones de \$ USA.

FUENTE: Ministerio de Economía de Marruecos y FMI

En 2006, Marruecos ha sido el país del sur del Mediterráneo que ha obtenido la mayor tasa de crecimiento (8%), que contrasta con el 2,4% del año anterior, reflejo de la severa sequía registrada en 2005.

La profunda reforma efectuada por el Alto Comisariado del Plan del Sistema de Contabilidad Nacional, en conformidad con la metodología adoptada en 1993 por las Naciones Unidas como nuevo modelo de contabilidad nacional, ha implicado numerosas modificaciones que se han traducido en una importante revalorización del producto interior bruto a precios corrientes.

Lo mismo ha ocurrido con la inversión, que registró un incremento del 5,3% respecto al año anterior.

Esta revalorización del PIB y de la inversión ha repercutido muy positivamente en los indicadores económicos y financieros.

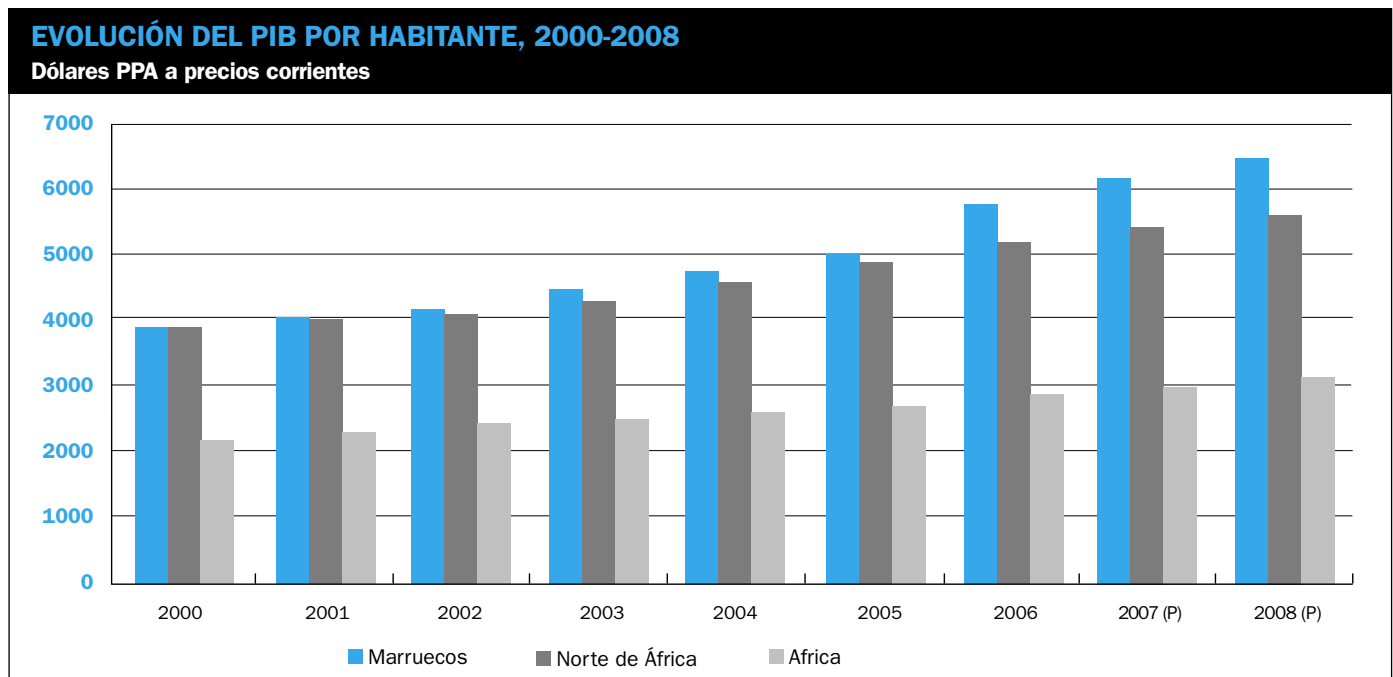
Desde su subida al trono, en 1999, el Rey de Marruecos, Mohamed VI, estableció dos grandes prioridades: la lucha contra la pobreza y la creación de empleo. En 2005 y 2006, las autoridades, en consonancia con esos objetivos, emprendieron profundas reformas que deben permitir la diversificación de la economía y el aumento de la productividad. Particularmente, el Programa *Emergence* (ver página 44) tiene por objetivo aumentar

en 1,6 puntos anuales el crecimiento económico en los próximos diez años, lo que conlleva la creación de 440.000 empleos.

La renta por habitante en 2006 fue de alrededor de 1.500 euros (5.800 \$PPA), por lo que ocupa una posición intermedia entre los países de la región y la número 99 a escala mundial. Las desigualdades sociales son importantes y se acentúan en las zonas rurales. En 2005 se inició un programa de desarrollo humano en el que se establecían tres prioridades: luchar contra la pobreza en las áreas rurales, reducir la exclusión social en las zonas urbanas e intensificar la lucha contra las condiciones de vida precarias. La fuerte emigración que en los últimos años se está produciendo hacia las zonas urbanas hace que la pobreza en las ciudades haya crecido de forma desmesurada, acompañada de inseguridad y desempleo, especialmente entre los más jóvenes.

Política presupuestaria

La situación presupuestaria de Marruecos ha mejorado notablemente, estos últimos años. Los ingresos ordinarios han registrado una evolución favorable en los últimos ejercicios, con aumentos superiores al 11% en los dos últimos años. La buena marcha de los beneficios empresariales ha tenido fiel reflejo en el aumento del 14,8% registrado por los ingresos fiscales directos, como consecuencia de una mayor recaudación (28,8%) procedente del impuesto sobre



FUENTE: OCDE

OPERACIONES FINANCIERAS DEL ESTADO, 1998-2008

% del PIB

	1998	2003	2004	2005	2006 (est.)	2007 (P)	2008 (P)
Ingresos totales	21,8	21,7	22,5	23,9	23,4	23,2	22,8
Ingresos fiscales	20,4	19,8	20,2	21,8	21,4	21,1	20,7
Gastos totales	29,0	26,5	27	29,9	29,0	28,9	28,5
Gastos corrientes	25,7	22,2	23,1	26,5	25,6	25,4	24,9
Salarios	10,2	11,2	11,3	11,9	11,5	11,3	11,1
Pagos de intereses	4,6	3,6	3,5	3,3	3,3	3,2	3,1
Gastos de capital	4,0	4,3	4,0	3,5	3,5	3,5	3,6
Saldo total	-7,2	-4,8	-4,5	-6	-5,6	-5,7	-5,6

FUENTE: FMI y OCDE

sociedades; como consecuencia de la fortaleza del consumo, también aumentó la recaudación de los impuestos indirectos. No obstante, esta evolución no permite alcanzar el equilibrio en las cuentas públicas, en las que los gastos, y muy especialmente los gastos de personal, tienen un peso determinante. Cerca de la mitad de los gastos corrientes la constituyen los salarios de los funcionarios, cuya cuantía ha disminuido en 2006 y cuyo descenso debería continuar en los próximos años. El importante déficit registrado en 2005 ha sido, en gran parte, consecuencia de los costes registrados por el plan de jubilaciones anticipadas instaurado en la función pública, la denominada Operación Intilaka. Los gastos globales aumentaron un 17%, por lo que representaron el 34% del PIB.

El gobierno ha recurrido, hasta ahora, a privatizar las empresas públicas, como forma no sólo de equilibrar las finanzas, sino también de modernizar la economía marroquí.

Teniendo en cuenta los ingresos por privatizaciones, el déficit público fue del 4,4% del PIB en 2005 y del 3,2% en 2006. Para el año 2007, la Ley de Presupuestos prevé un déficit del 3,4%.

Empleo

En cuanto al mercado laboral, se registra en los últimos años un crecimiento en la creación neta de puestos de trabajo. Sin embargo, como se ha comentado anteriormente, Marruecos continúa enfrentado a un elevado grado de subempleo y a una alta tasa de desempleo.

La población activa de más de 15 años fue, en 2006, de 10.990.000 personas (35% del total), con un crecimiento del 1,5% en el último año (2,4% urbano y 0,7% rural), siendo muy bajo el índice de ocupación femenino, que ese mismo año representaba el 25,4%.

La tasa de paro descendió en 2006 para establecerse en el 9,7%, frente al 11,1% registrado el año anterior. Este retroceso ha tenido una importancia principal en las zonas urbanas, donde la tasa de paro descendió en tres puntos, situándose en un 15,5% y afectando principalmente a jóvenes, licenciados universitarios y mujeres. Hay que tener en cuenta que el 29,7% de la población ocupada no recibe remuneración alguna, por lo que podría ser considerada población en paro, lo que aumentaría drásticamente la tasa oficial de desempleo.

En 2006 se crearon 300.000 nuevos puestos de trabajo, de los cuales el 90% corresponden a zonas urbanas. Los nuevos puestos de trabajo se generaron, fundamentalmente, en el sector servicios, con 215.000 empleos, y en el sector de la construcción y obras públicas, en el que se crearon alrededor de 100.000 empleos. Por el contrario, en el sector agrícola se perdieron el 1,1% de los empleos, es decir, unos 49.000 puestos de trabajo.

Según el último estudio publicado por la Dirección de Estadísticas Marroquí sobre la economía informal, se calcula que el número de empresas que trabajan en la misma, ex-

cluyendo las agrícolas, es de 1.233.240, que dan empleo a cerca de dos millones de personas (25% de la población activa) y generan alrededor del 17% del PIB.

Política monetaria

El Banco Central, Bank Al Maghrib, fue creado en 1959, y es una institución pública con personalidad civil y autonomía financiera. Además de ostentar el monopolio de emisión de billetes de banco y monedas, tiene como misión contribuir a la realización de los objetivos económicos, monetarios y sociales marcados por el gobierno. Entre las principales tareas encomendadas a este establecimiento público figuran su intervención para asegurar la estabilidad de la moneda y su convertibilidad, el desarrollo del mercado monetario y su regulación, el control y el buen funcionamiento del sistema bancario, además de administrar las reservas públicas de divisas.

En 2006 el Banco Al Maghrib (BAM) ha visto reforzada su autonomía, lo que permitirá mejorar la transparencia de la política monetaria.

La inflación ha pasado del 0,9%, en 2005, al 3,3%, en 2006, principalmente como consecuencia del aumento de precios energéticos, y también debido al doble efecto de

una demanda interior vigorosa y de un fuerte crecimiento de la masa monetaria. Las previsiones indican que para el presente año la inflación volverá a declinar hacia posiciones alrededor del 2,5%.

El tipo de cambio del dirham se encuentra ligado a una cesta de divisas dominada por el euro, dado que la UE es el principal socio comercial del país. No obstante, en los últimos meses se comenta la posibilidad de que las autoridades monetarias marroquíes efectúen una transición hacia un tipo de cambio "más flexible". El pasado año, como consecuencia de la apreciación sufrida por el euro con respecto al dólar, el dirham perdió un 0,4% de su valor respecto a la moneda europea, pero ganó un 1,75% respecto al dólar.

Los buenos resultados obtenidos en los últimos años no están exentos de riesgo, como señala el Informe del Fondo Monetario Internacional, en el que se recomienda la necesidad de vigilar atentamente la evolución de la inflación. El crecimiento del crédito en el sector privado y el aumento de las inversiones extranjeras directas podrían compensar el efecto moderador que las malas cosechas de este año han tenido sobre la demanda interior y sobre la inflación. Un resurgimiento de las tensiones inflacionistas justificaría un nuevo ajuste de la política monetaria.

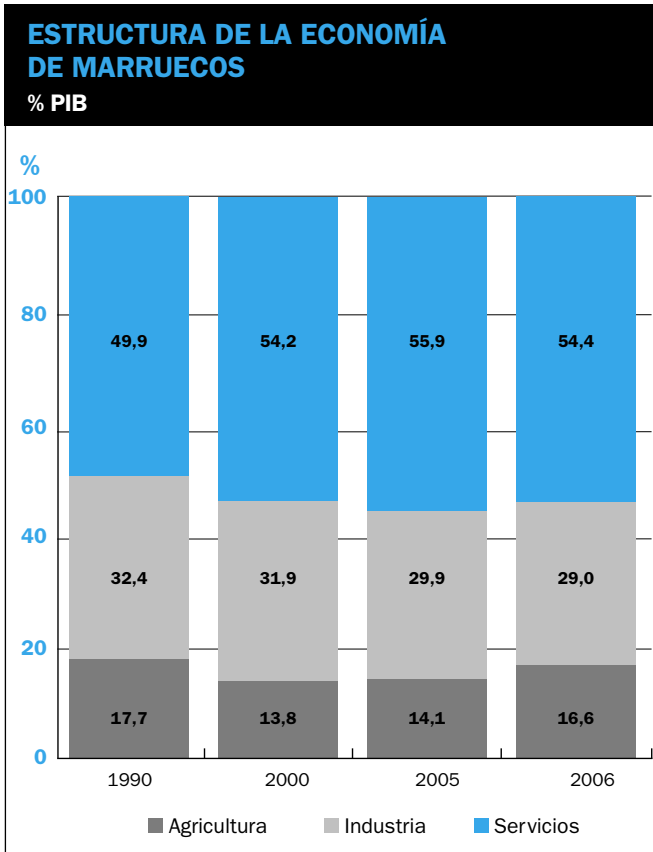
PRIVATIZACIÓN DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

En 1993 se inició un proceso de privatización de las empresas. Con ello se buscaba modernizar la economía, aligerar las cargas del Presupuesto del Estado e impulsar los intercambios internacionales. Desde el inicio del proceso, 44 sociedades y 26 establecimientos hoteleros han sido transferidos al sector privado por medio de 101 operaciones de privatización.

En el año 2004, la operación de privatización más significativa fue la de la empresa de telefonía Maroc Telecom, que consistió en la salida a bolsa, a primeros de diciembre de 2004, del 14,9% del capital de dicha compañía, y la venta de otro 16% del capital a la francesa Vivendi, la cual poseía ya el 35%. Otras operaciones de privatización reseñables en 2004 fueron la toma de participación (40%) de la Banca Marroquí de Comercio Exterior (BMCE) en el capital de la Compañía Marroquí de Navegación (COMANAV) y la privatización de las cinco azucareras estatales.

Por su parte, en 2005 los ingresos por privatización han superado lo previsto en la Ley de Presupuesto para dicho año, alcanzando los 1.250 millones de euros.

A lo largo de 2006, se esperaba obtener, en concepto de ingresos de privatización, en torno a los 400 millones de euros, correspondientes a diferentes operaciones. En junio de 2003, la compañía hispano-francesa Altadis se hizo con la participación del 80% del capital de la Regie des Tabacs, tras desembolsar 1.300 millones de euros, conservando el Estado un 20% del capital de la compañía durante un plazo de dos años, al término de los cuales podría lanzar una oferta pública de venta (OPV) o ceder dicha participación a Altadis, cinco años después, sobre la base del precio actual. Asimismo, en mayo de 2006 se lanzó la licitación para la privatización de la compañía Somathes (empresa de té), habiéndose interesado 25 empresas, tanto nacionales como extranjeras.



FUENTE: World Bank y Eurostat



© Marc Llibre Roig

ESTRUCTURA DE LA ECONOMÍA

La estructura de la economía marroquí continúa siendo muy dependiente de la agricultura

La economía marroquí depende fundamentalmente de la agricultura, lo que la hace muy vulnerable a las condiciones meteorológicas. Los recursos minerales y la producción de fosfatos son sus otras fuentes naturales de riqueza.

El sector agrario da empleo a más del 40% de la población activa y genera entre el 12 y el 20% del PIB.

Después de un año 2005 marcado por una fuerte sequía, que llevó a la reducción del PIB agrícola en un 13,9%, la actividad del sector primario conoció, en 2006, un fuerte crecimiento, del 30%, gracias a la abundancia y la regularidad de las precipitaciones en la mayoría de las regiones agrícolas.

Buena parte de este crecimiento se debió a la excelente cosecha de cereales, cuyo cultivo representa más de la mitad de la superficie agrícola. Según el Ministerio de Agricultura marroquí, la producción de los cuatro principales cereales ha más que doblado la campaña precedente, pasando de 42 a 92 millones de quintales de 2005 a 2006.

También son importantes los cultivos de vid, cítricos y legumbres. La cabaña ganadera es de escasa calidad, aunque abundante. Por el contrario, la pesca es un sector esencial de la economía marroquí, aunque el volumen de pesca descendió en un 18% en 2006.

Con el fin de diversificar los riesgos en el sector agrícola marroquí, las autoridades del país han puesto en marcha un plan de reestructuración a tres años que implica la sustitución del cultivo de cereales por árboles frutales, menos exigentes en lo que al agua se refiere.

Minería y recursos energéticos

Marruecos es uno de los principales productores africanos de minerales, pero cuenta con escasos recursos energéticos. El sector extractivo aporta el 30% del valor exportado y en torno al 2,2% del PIB. Más del 90% de la producción minera total está representada por la explotación de fosfatos. Marruecos es poseedor de las dos terceras partes de las reservas conocidas de roca fosfática, producto del cual es el tercer productor y el mayor exportador del mundo.

Marruecos es poseedor de las dos terceras partes de las reservas conocidas de roca fosfática, producto del cual es el tercer productor y el mayor exportador del mundo

En 2006, la actividad minera tuvo una contracción del 0,8% en sus exportaciones de fosfatos, después de haber crecido un 18,4% en 2005. El aumento de los precios mundiales ha permitido, sin embargo, que las exportaciones aumentaran su valor en un 16,7%.

La situación de los precios del petróleo ha hecho caer las actividades de refino en cerca de 10 puntos en 2006. Sin embargo, la puesta en marcha de nuevas refinerías, prevista para 2008, debería ayudar a dinamizar la competitividad en esta área. Para responder a la creciente demanda energética del sector doméstico y de las empresas (14,1% y 10,1%, respectivamente) han aumentado las importaciones de electricidad procedentes de Argelia y España, así como la producción nacional, con un alza del 8,6%.

Sector industrial

Durante el año 2006, la evolución del sector industrial se ha reflejado en una fuerte progresión de las importaciones de bienes de equipo y de los productos semielaborados, así como en un aumento de la demanda exterior.

Paralelamente a una transición hacia la fabricación de mercancías con más alto valor añadido, los nuevos acuerdos de libre comercio firmados por Marruecos deberían ayudar a sus productores a resistir la competencia china en este sector.

La contribución del sector manufacturero al PIB fue del 30,3% en 2005. En 2006, el índice de producción de las industrias transformadoras creció en un 3,7%, un punto por encima del 2,6% registrado en el año anterior. Esta progresión es consecuencia de los buenos resultados registrados por la producción de la industria metalúrgica, eléctrica y electrónica, así como por la recuperación de la industria textil y del cuero.

El sector industrial es relativamente pequeño, pero está manifestando un continuo crecimiento en los últimos años (un 5,3 y un 4,9% en 2005 y 2006, respectivamente)

Las industrias del textil –confección, calzado y cuero– generan más del 15% de la producción industrial y cerca del 40% de las

exportaciones, y emplean a cerca del 50% de los trabajadores de la industria. Últimamente, en el sector textil se están produciendo profundas transformaciones. Gracias a la introducción de nuevas restricciones europeas a diez categorías de productos chinos, el textil y el cuero han visto recuperar su producción. Las empresas han mejorado su productividad y se están adaptando a la fabricación de distintos tipos de confección. Tras dos años de descenso en la producción (-0,4 y -2,29), en 2006 aumentó un 1,3%.

La industria agroalimentaria tiene una importancia relevante en la economía marroquí, pero está sujeta a los resultados de las campañas agrícolas. Produce cerca del 35% del total de la producción de las industrias de transformación, sus exportaciones representan el 20% de las exportaciones industriales y da trabajo a cerca de 90.000 personas, es decir, el 19% de la población activa de la industria.

Importante evolución del sector de la construcción

El sector de la construcción y de obras públicas también es importante por la mano de obra que utiliza y por su aportación al PIB, que en 2005 fue del 11,4%.

En relación con el sector de la construcción, se observa una progresiva dinamización. La construcción en Marruecos está muy diversificada. La vivienda social, a través del programa Ciudades Sin Barracas, el turismo (Planes Azur y Renove), la construcción de ciudades satélite, cerca de las grandes ciudades, y la rehabilitación de los centros de las ciudades, entre otras acciones, han impulsado al sector desde 2004 y otorgan a Marruecos importantes oportunidades de inversión. El gobierno ha establecido contratos con empresas de la construcción privadas, a las que ha concedido exoneraciones fiscales, subvenciones y otras medidas de ayuda, con el objetivo de conseguir ofrecer anualmente 100.000 nuevas viviendas.

El auge de la construcción favorece directamente a otros sectores económicos. La demanda de vivienda y la construcción hotelera han hecho progresar el valor añadido de los materiales de construcción en un 25%, en el curso de los años 2002-2005. Buena prueba de ello es el aumento de la venta de cemento, que creció un 8,7% en 2006, frente al 4,8 experimentado el año anterior.

Sectores en auge desde 2004 son los de la electrónica y las tecnologías de la información

La agencia reguladora ha lanzado un programa que incluye un conjunto de regulaciones que modernizan y complementan a

PROGRAMA EMERGENCE

El Programa *Emergence* tiene por objetivo impulsar la economía marroquí hacia las nuevas actividades económicas, como las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación (*offshoring*, industrias relacionadas con las TIC, etc.), así como la emergencia de los sectores del automóvil, de la electrónica y de la subcontratación aeronáutica. La estrategia puesta en marcha trata, igualmente, de relanzar los pilares de crecimiento actualmente existentes, tales como el agroalimentario, la transformación de productos del mar y el sector textil, con un fuerte potencial de mano de obra.

las hoy existentes. Por otro lado, la Secretaría de Estado para las Telecomunicaciones ha presentado el Plan e-Marruecos 2010, con el objetivo de generalizar las nuevas tecnologías de la información, el desarrollo de las infraestructuras y la aceleración de la liberalización del sector. Este conjunto de iniciativas ha hecho que la Unión Internacional de Telecomunicaciones situara a Marruecos como el primer país de África en telecomunicaciones y tecnologías de la información. El segmento del teléfono móvil en Marruecos está reconocido como uno de los más dinámicos del mundo árabe, y en 2006 registró un aumento en su cifra de negocios del 15%. El conjunto del sector de las telecomunicaciones consolidó en 2006 una cifra de negocios algo superior a los 2.000 millones de euros.

El mercado de internet aumentó un 75% en 2006, aunque su tasa de penetración es todavía débil (0,08% en 2005). Marruecos destaca, a escala internacional, en el negocio del *offshoring*, es decir, la provisión de servicios deslocalizados para la empresa relacionados con la concepción y el tratamiento de la información: centros de llamadas, tratamiento de la información financiera y contable, trabajos de edición, etc. En 2005 la facturación por estos servicios aumentó un 19% respecto al año anterior, y ocupa a cerca de 50.000 trabajadores. El gobierno marroquí ha diseñado la estrategia *Offshoring 2010*, dentro del Programa *Emergence*, que pretende sacar provecho de las deslocalizaciones de Francia, Suiza, Bélgica y España en diez sectores. Esta estrategia tiene tres componentes: la creación de áreas especializadas, la mejora de la capacitación humana y un paquete de incentivos fiscales a la inversión.

Marruecos, destino turístico

El sector terciario, en su conjunto, aporta alrededor del 55% del PIB, y su principal subsector es el turístico, de gran impor-

tancia como fuente de divisas, casi a la par con las exportaciones de fosfatos y las remesas de los emigrantes.

En 2006 el sector servicios aumentó en un 5,8%, como consecuencia del buen comportamiento de todos los sectores que incluye.

La entrada de turistas a Marruecos fue de 6,5 millones de personas, más del doble que diez años antes, lo que ha supuesto una entrada de divisas de cerca de 5.000 millones de euros. El objetivo del gobierno es alcanzar la cifra de 10 millones de visitantes en 2010, y para ello se están realizando serias actuaciones en la coordinación de las actividades de promoción, así como en la mejora de la capacidad aérea y la hotelera.

Durante el presente año, Marruecos ha iniciado la liberalización de su sector aéreo, con el objetivo de pasar de los 5,8 millones de pasajeros de 2003 a 15,6 millones en 2010. Por otro lado, la capacidad hotelera, que en 2002 era inferior a 140.000 camas, tiene por objetivo alcanzar las 600.000 en 2010. Francia y España son los principales países emisores de turistas hacia Marruecos, con el 40 y el 21%, respectivamente, del total de visitantes.

MARRUECOS EN EL MUNDO

En relación a la política exterior, Marruecos desempeña una función activa, a escala internacional y regional, particularmente en la Asociación Euromediterránea. A la Alianza Antiterrorista firma-



© Marc Llibre Roig

da con USA como consecuencia de los atentados de Casablanca, se añadió un tratado de libre comercio que entró en vigor en 2006. Este acuerdo supone la inmediata eliminación del 95% de los aranceles en los productos industriales y de consumo. En el comercio de Marruecos con el resto de países del Maghreb y del Mediterráneo no europeo, se han alcanzado una serie de compromisos recientes que pueden incrementar las oportunidades comerciales. En 2004 se firmó el Acuerdo de Agadir para el libre comercio con Jordania, Túnez y Egipto, que implica la eliminación de los aranceles para todos los productos agrícolas e industriales, así como la armonización de la legislación en términos de estándares y procedimientos aduaneros. El Acuerdo Comercial entre Marruecos y Turquía entró en vigor en enero de 2006.

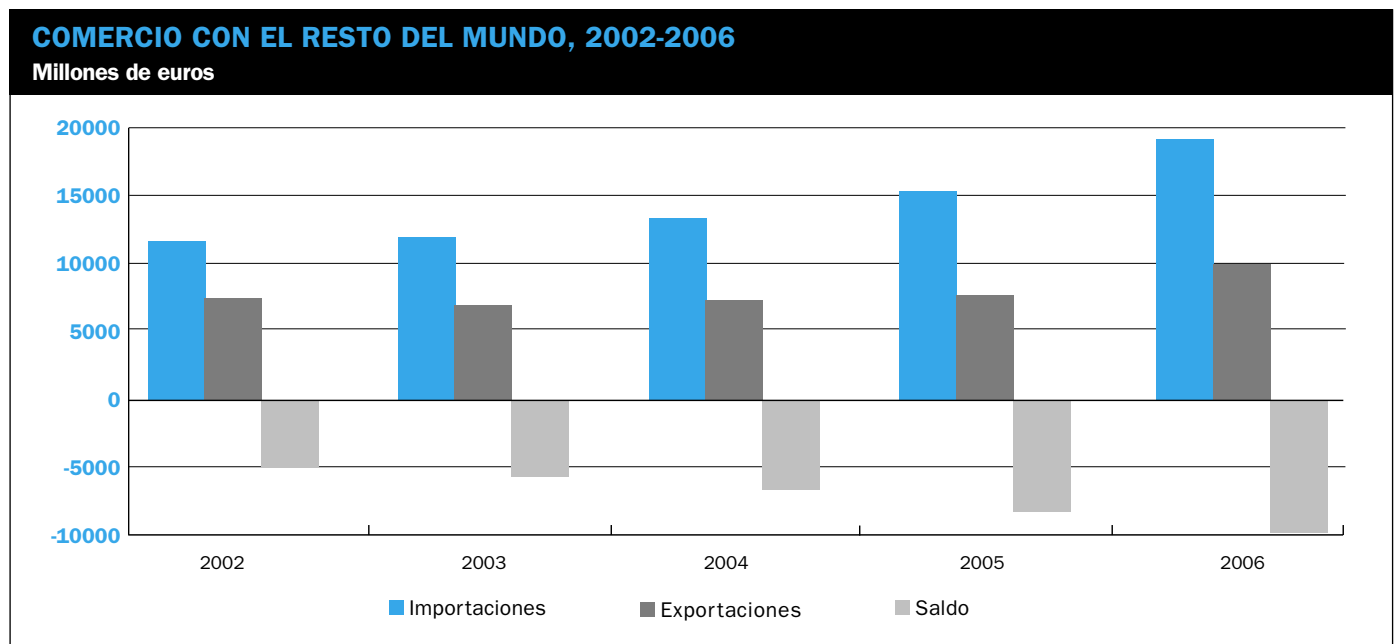
Marruecos forma parte de los países fundadores de la Unión del Maghreb Árabe (IAM). Es miembro de la Organización de las Naciones Unidas desde el final del protectorado francés, en 1956, miembro de la Liga Árabe desde 1958 y de la Conferencia Islámica.

En materia económica, Marruecos es miembro del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial, miembro fundador de la Organización Mundial de Comercio (OMC), de la Organización Mundial de Aduanas (OMD), de la Organización Mundial de Protección Industrial (OMPI) y de la Unión de Berna para la Protección de Obras Literarias y Artísticas.

En lo que concierne a las relaciones con los Estados miembros de la Unión Europea, la cuestión de la emigración irregular aparece como uno de los principales asuntos de preocupación. Se estima que, además de los dos millones de marroquíes que viven en la UE, existe un millón de residentes irregulares. Además, Marruecos es un país de tránsito de emigrantes procedentes de los países subsaharianos hacia la UE.

En los últimos años, Marruecos ha desplegado un programa de ajuste estructural que le ha permitido mantener un entorno macroeconómico estable (inflación controlada alrededor del 2%, disciplina fiscal y tipo de cambio estable). Es uno de los países del Mediterráneo que más ha progresado hacia un modelo de economía de mercado abierto al exterior, y existe un amplio consenso político y social para situar al país en un nivel competitivo internacional. Sin embargo, la economía marroquí crece de forma modesta en relación con la región (3,4% de media en la última década), ya que, como se ha dicho anteriormente, depende en exceso del sector primario, que ocupa a cerca del 50% de la población en edad de trabajar y determina la evolución de la demanda interna.

Parece que la puesta en marcha de todas estas medidas para liberalizar la economía y el comercio podrían estar generando un cambio favorable de tendencia en la atracción de inversión extranjera. Podrían ser ejemplos de esta actuación la apertura, en



FUENTE: Eurostat

2001, de cuatro parques tecnológicos con diversas multinacionales de la electrónica (Thomson, Microsoft, Compaq y Oracle), o los planes de inversión de empresas internacionales en el sector textil (Mango, Fruits of the Loom, Tavex, Legler, etc.).

A pesar de los avances registrados en el crecimiento económico y en la creación de empleo, son todavía necesarias nuevas reformas en el sector jurídico, en la Administración pública y en el mercado de trabajo, con el fin de consolidar el progreso conseguido

A pesar de los avances registrados en el crecimiento económico y en la creación de empleo, son todavía necesarias nuevas reformas en el sector jurídico, en la Administración pública y en el mercado de trabajo, con el fin de consolidar el progreso conseguido.

Un comercio exterior altamente deficitario

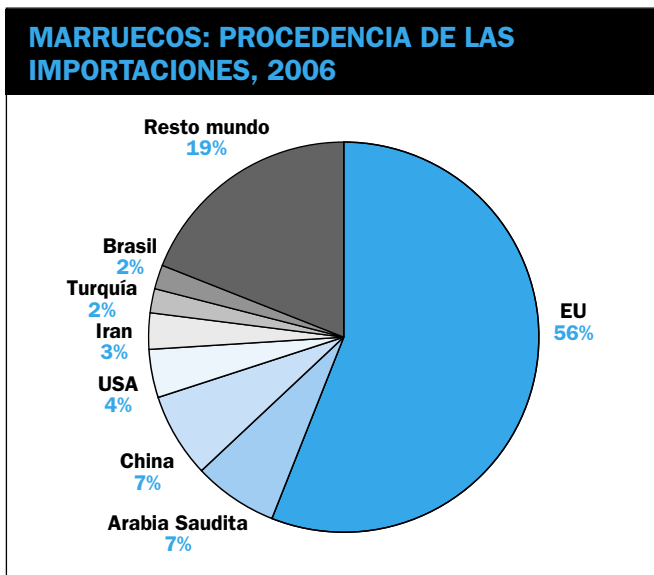
La aplicación de los acuerdos comerciales firmados por Marruecos en los últimos años, con la consiguiente aplicación de rebajas arancelarias, ha favorecido el crecimiento de los intercambios comerciales. No obstante, el dinámico crecimiento de las importaciones no se ha visto acompañado por un aumento similar en las exportaciones, de manera que, en 2006, los resultados de la balanza comercial marroquí registraron un déficit de 9.564 millones de euros (800 millones más que en el año anterior y más del doble que en 2002).

Entre los años 2002 y 2006, las importaciones marroquíes procedentes del resto del mundo crecieron a una tasa anual del 12,6%, mientras que las exportaciones lo hacían tan sólo al 5,9%. De ahí que el saldo comercial negativo se haya más que doblado en esos cinco años, al pasar de 4.162 millones de euros en 2002 a 9.564 millones de euros en 2006.

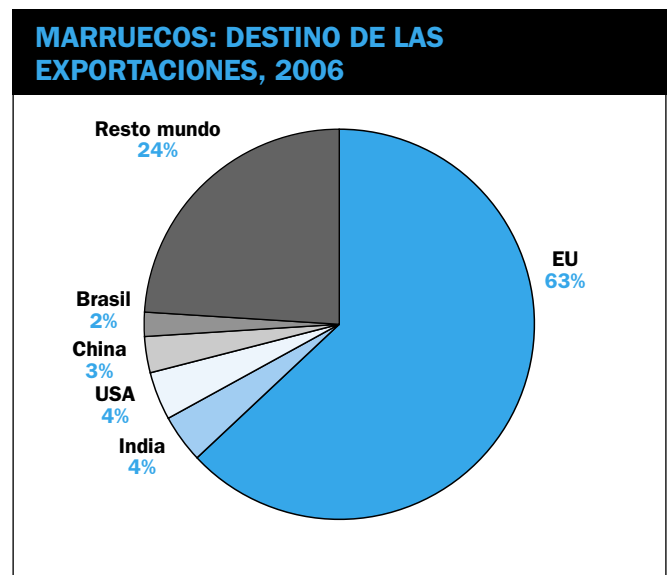
El incremento de las importaciones durante el año 2006 ha tenido una importancia esencial en aquellas importaciones relativas a bienes semielaborados (+17,5%), bienes de equipo (+15%) y productos acabados (+7,6%). Hay que considerar que estos tres grupos de productos constituyen más del 65% de las compras al exterior. También aumentaron las importaciones de productos energéticos (+12%), como consecuencia de la fuerte alza de los precios del petróleo en los mercados internacionales.

En cuanto al aumento de las exportaciones, hay que destacar que, además del incremento en las exportaciones de fosfatos y de sus derivados (11%), se dieron progresos significativos en la exportación de productos de los sectores textil y confección, minerales y componentes electrónicos.

Los servicios contribuyeron también en gran manera al excedente obtenido en la balanza por cuenta corriente, con ingresos que se situaron cerca de los 9.000 millones de euros. Esta evolución favorable hay que atribuirle al incremento de los ingresos del sector turístico (29%) y los relativos a los servicios de comunicación, ingeniería y tecnologías de la información.



FUENTE: Eurostat



FUENTE: Eurostat

EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ENTRE MARRUECOS Y LA UNIÓN EUROPEA

	Importaciones	Var. anual (%)	% / total imp.	Exportaciones	Var. anual (%)	% / total exp.	Saldo	Imp+exp
2002	6.937		55,70	5.946		71,8	-991	12.883
2003	7.264	4,7	58,25	5.755	-3,2	74,32	-1.509	13.020
2004	7.776	7,0	54,60	5.739	-0,3	72,13	-2.038	13.515
2005	8.238	5,9	50,59	5.875	2,4	68,69	-2.363	14.113
2006	11.253	36,6	56,34	6.535	11,2	62,80	-4.718	17.787
Crecimiento anual medio		12,9			2,4			8,4

FUENTE: Eurostat

En este sentido, hay que destacar la creciente importancia que tiene la recepción de divisas procedentes de los centros telefónicos de atención y llamada, y de los cánones que se aplican al sector cinematográfico.

Por su origen, el principal proveedor de Marruecos en 2006 fue la Unión Europea (56%), y, dentro de la UE, Francia ha sido tradicionalmente su principal socio comercial, seguido de España. Después, y a una distancia considerable, se encuentran Arabia Saudita y China (con un 7% cada uno).

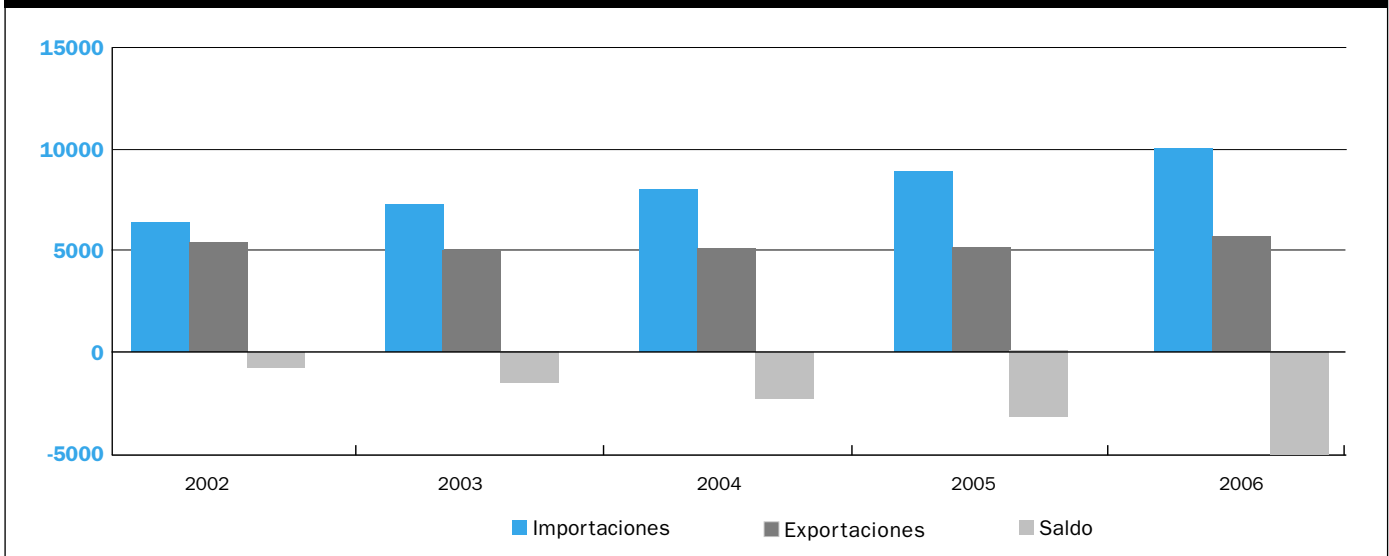
En lo que concierne al destino de sus exportaciones, el primer cliente de Marruecos fue la Unión Europea, donde se dirigió el 63% del total de sus exportaciones. La India y USA fueron, tras la UE, los mejores clientes de Marruecos, pero sus compras tan sólo representaron el 4,1 y el 3,9% del total, respectivamente.

La Unión Europea es el primer socio económico y comercial de Marruecos

Como se ha dicho, Marruecos es uno de los participantes más activos hacia la consecución del área de libre comercio euro-

MARRUECOS: COMERCIO CON LA UE, 2002-2006

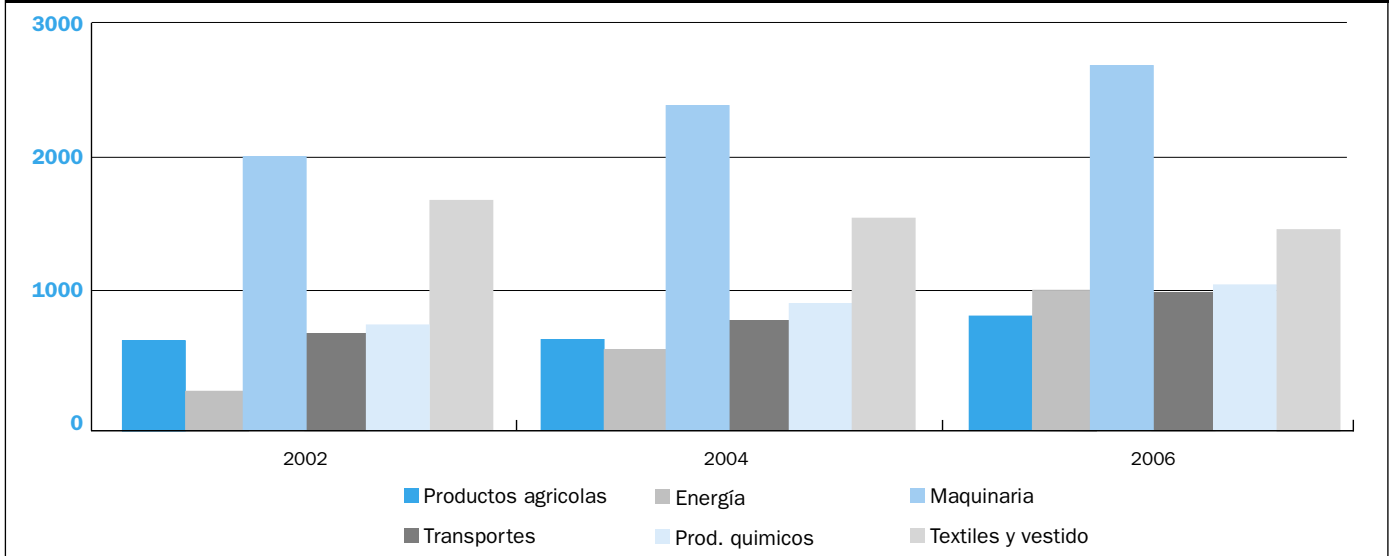
Millones de euros



FUENTE: Eurostat

UNIÓN EUROPEA: EXPORTACIONES A MARRUECOS, 2002-2006

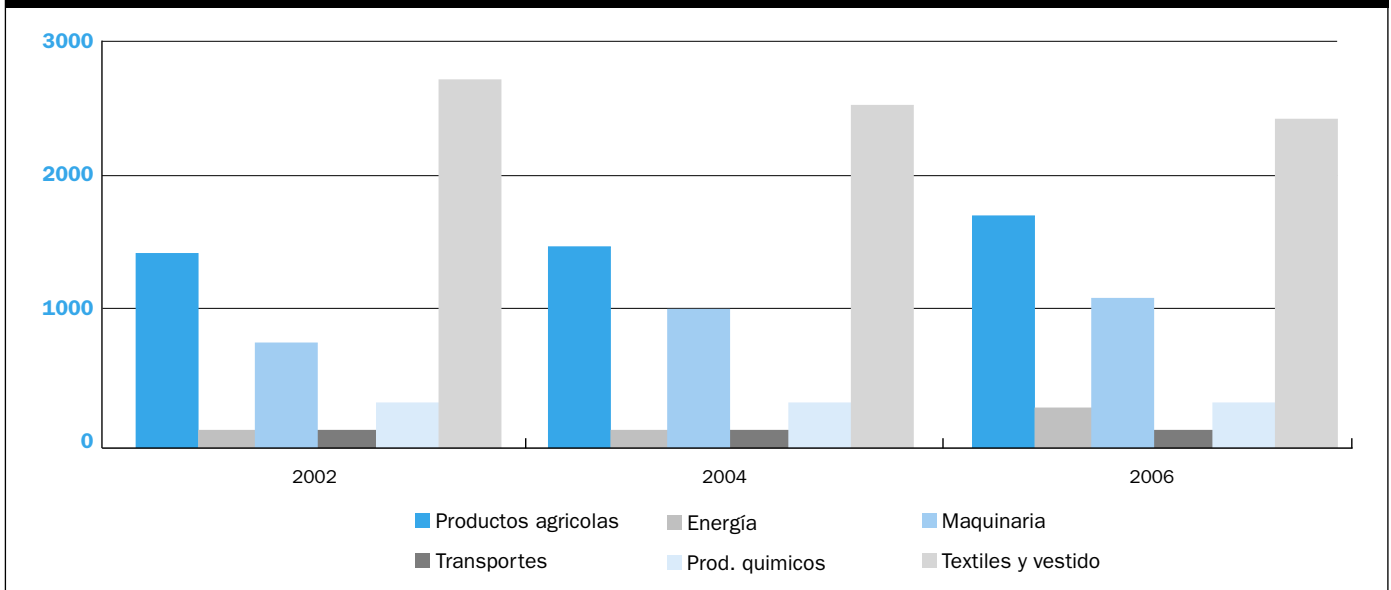
Millones de euros



FUENTE: Eurostat

UNIÓN EUROPEA: IMPORTACIONES DE MARRUECOS, 2002-2006

Millones de euros



FUENTE: Eurostat

mediterráneo en 2010. El Acuerdo de Asociación de Marruecos con la Unión Europea prevé el desmantelamiento recíproco progresivo de los aranceles de todos los productos industriales hasta 2010. En este sentido, la nueva Política de Vecindad (PEV) entre Marruecos y la UE contribuirá a complementar y re-

forzar el acuerdo comercial de 2005. La idea de la PEV es que, a cambio de la adaptación de la legislación marroquí al acervo comunitario, Marruecos podría beneficiarse de una integración económica más estrecha con la UE, o, lo que es lo mismo, del establecimiento de un Estatuto Avanzado entre la UE y Marrue-

IED DE LA UNIÓN EUROPEA EN LOS PAÍSES DEL MEDITERRÁNEO (PAM⁽¹⁾), 2001-2005

Miles de euros

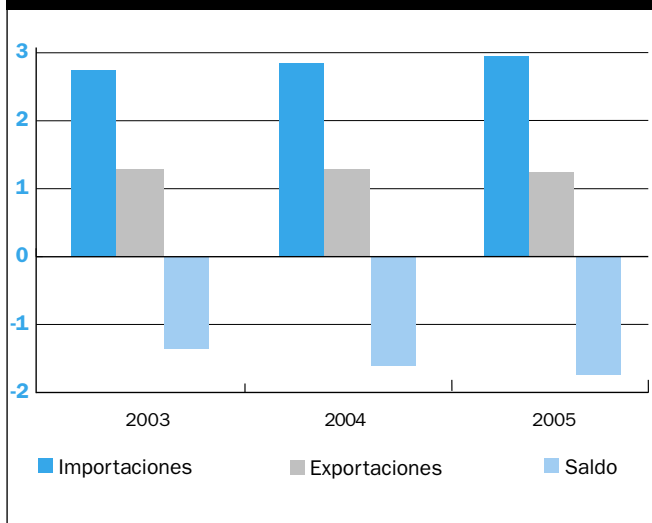
	2001	2002	2003	2004	2005
Total IED mundial de la UE	306.140	133.897	135.711	136.388	171.757
Total PAM ⁽¹⁾	4.585	3.840	4.244	4.185	5.550
Turquía	2.940	802	1.163	1.131	3.252
Israel	309	204	131	180	702
Países del Magreb	781	833	1.731	1.731	775
Marruecos	209	227	1.707	167	690
Países del Mashrek	555	2001	1.219	1.161	821
Egipto	523	1.306	995	1.131	787

⁽¹⁾ Los países asociados del Mediterráneo comprenden: Israel, Turquía, Egipto, Jordania, Líbano, Territorios Palestinos, Siria, Argelia, Túnez, Marruecos.

FUENTE: Eurostat

COMERCIO DE SERVICIOS ENTRE LA UE Y MARRUECOS, 2003-2005

Miles de millones de euros



FUENTE: Eurostat

cos, a partir del cual éste pasaría a ser un miembro más de la UE, pero sin derechos políticos.

El comercio entre Marruecos y la Unión Europea ha asumido una nueva dimensión en los últimos años. Entre 1993 y 2003, el volumen de comercio creció en un 80%, alcanzando un volumen total de 15,7 miles de millones de euros y si-

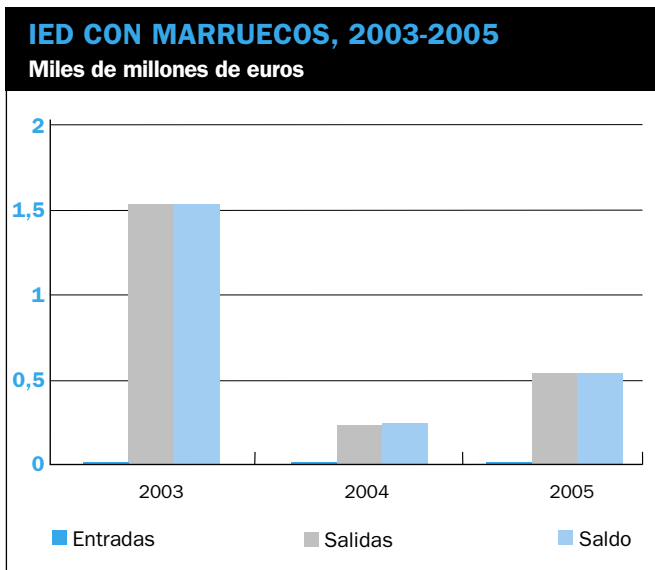
tuando a Marruecos en el lugar 28 entre los mejores socios comerciales de la UE.

Como se aprecia en la siguiente tabla, en los últimos cuatro años el comercio entre la UE y Marruecos ha crecido a un ritmo medio anual del 8,4%, multiplicando por cinco el saldo negativo para Marruecos.

La UE es el principal socio comercial de Marruecos. En 2006, Marruecos importó de la UE el 56% del total de sus importaciones por un valor de 11,3 miles de millones de euros, mientras que exportó hacia la UE, ese mismo año, por un valor de 6,5 mil millones de euros, lo que representó el 62,8% del total de sus exportaciones al mundo.

La economía marroquí es todavía dependiente en exceso del comercio de productos agrícolas y textiles. En 2004, las exportaciones correspondientes a estos dos sectores representaron el 61% del total de las exportaciones marroquíes a la UE. Casi la misma intensidad presentan las importaciones, que se concentran en un 52% en la compra de maquinaria y en los productos textiles y de confección.

En 2004, el sector servicios generó el 53,3% del PIB marroquí, con un crecimiento del 3,4%. El comercio de servicios entre la UE y Marruecos también ha crecido significativamente en los últimos diez años. El balance de las transacciones se ha inclinado claramente a favor de Marruecos. En 2005, la UE impor-



FUENTE: Eurostat

tó servicios procedentes de Marruecos por un valor de 3.000 millones de euros (un 10% más que en 2003), principalmente servicios turísticos (53%) y de transporte (28%), y finanzas y comunicaciones (19%).

La inversión extranjera no empezó a tener un peso significativo hasta finales de los años ochenta. Desde entonces su importancia ha tenido un comportamiento muy irregular, dependiendo de las operaciones de concesión y privatización de distintos servicios y empresas públicas. Sin tener en cuenta estas operaciones, la inversión extranjera en Marruecos se ha situado en torno a los 500 millones de dólares anuales.

La Unión Europea es también la principal inversora extranjera en Marruecos. En 2005, la UE invirtió cerca de 700 millones de euros en el país magrebí (el 12,5% de las inversiones de la UE en los países asociados del Mediterráneo). Dentro de la UE, Francia y España rivalizan, en los últimos años, por la primera posición inversora. Los Emiratos Árabes, Suiza y USA han ocupado puestos de cabeza entre los principales países inversores en Marruecos.

En los últimos años, los sectores que captaron más inversión extranjera fueron la industria, el sector inmobiliario, las telecomunicaciones, el comercio y el turismo. En el siguiente gráfico se aprecia que las inversiones en la industria acapararon en 2003 el 80% del total de las inversiones. Ello fue debido a la importante operación de privatización realizada con la venta de Regie des Tabacs.

En 2006, con resultados todavía parciales, destaca el turismo como primer receptor de la inversión, con el 30,7%, seguido por el sector industrial, con el 29,2%, y el inmobiliario, con el 15,9%.

Marruecos, un vecino privilegiado de la Unión Europea

Marruecos solicitó en 1963 la apertura de negociaciones, para establecer un acuerdo comercial con la UE. Este acuerdo se firmó en 1969. La cooperación continuó evolucionando hasta concluir en un nuevo acuerdo, en 1976, que contenía disposiciones comerciales y una participación financiera en forma de donaciones al desarrollo socioeconómico del Reino.

Para acompañar este acuerdo, en el período 1976 a 1996 se firmaron cuatro protocolos financieros, que se completaron con préstamos del Banco Europeo de Inversiones. A partir de esa fecha, el apoyo a la transición económica y al equilibrio socioeconómico de Marruecos ha venido representado por las ayudas incluidas en los programas MEDA I (1996-1999) y MEDA II (2000-2006), que contaron con un volumen de ayudas de 656 y 677 millones de euros, respectivamente.

El apoyo a la economía y al comercio, la ayuda a la reducción de la pobreza y al desarrollo socioeconómico sostenible, la protección del medio ambiente y el apoyo al desarrollo de los derechos humanos han constituido las prioridades estratégicas apoyadas por MEDA.

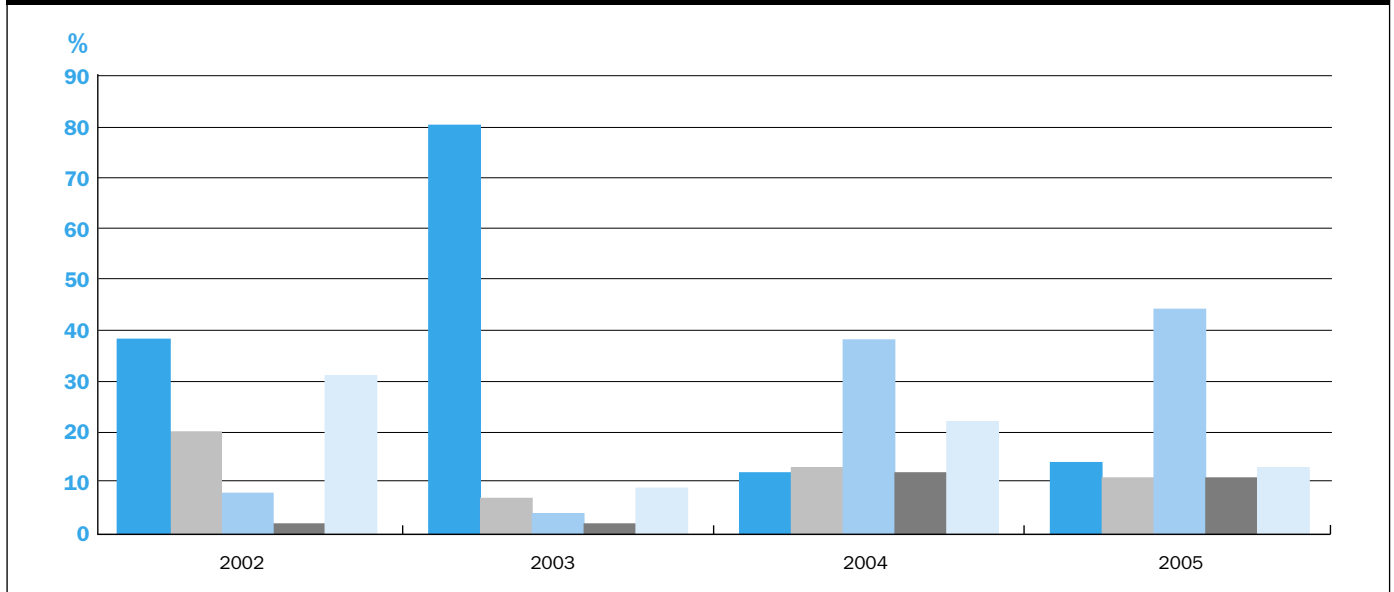
Desde el 1 de enero de 2007, el Instrumento Europeo de Vecindad y Partenariado (IEPV) ha tomado el relevo a MEDA.

Las relaciones de la UE con la región mediterránea se recogen en el Acuerdo de Asociación Euromediterráneo, lanzado en Barcelona en 1995 y aprobado por la UE y doce países del sur del Mediterráneo. Marruecos es un activo participante en el objetivo del acuerdo para alcanzar un Área de Libre Comercio en 2010, y se ha comprometido a profundizar su propio Acuerdo de Asociación con la UE con el fin de alcanzar una relación que vaya más allá de la asociación, aunque sin llegar a una total adhesión.

El Acuerdo de Asociación fue firmado en Bruselas en 1996 y, tras las correspondientes ratificaciones, entró en vigor el 1 de marzo de 2000, reemplazando el anterior Acuerdo de Cooperación, de 1976.

El Acuerdo de Asociación es clave para avanzar hacia el establecimiento del Área de Libre Comercio Euromediterráneo.

PRINCIPALES SECTORES DE INVERSIÓN, 2002-2005



FUENTE: Eurostat

El acuerdo establece el acceso libre de aranceles para todos los productos industriales en el mercado europeo, reforzando el proceso iniciado a finales de los años setenta. El acuerdo incluye avances hacia el libre establecimiento, la libre circulación de capitales y la aproximación de legislaciones.

Marruecos también ha expresado su deseo de formar parte del grupo de países que formen parte de la negociación en la profundización de la liberalización del comercio de productos agrícolas, incluidos los productos elaborados agrícolas y pesqueros, y de los servicios y el derecho de establecimiento.

La Política Europea de Vecindad

Actualmente, la cooperación euromarroquí se sitúa en el contexto de la PEV. Esta política se propone complementar y apoyar los compromisos adoptados en el Acuerdo de Asociación. Los objetivos de esta política se concretan a través de los llamados Planes de Acción, en los que se definen las reformas políticas y económicas prioritarias a corto y medio plazo. El Plan de Acción de la PEV hacia Marruecos entró en vigor en julio de 2005.

El nuevo instrumento financiero (IPEV) ha entrado en vigor en 2007. El IPEV está dotado, para el conjunto de todos los países concernidos, con un volumen de 14,9 miles de millones de euros para el período 2007-2013.

Para Marruecos, el volumen de ayudas para el período 2007-2010 será de 654 millones de euros, lo que hace que sea el país más beneficiado por los fondos europeos en la región; esta ayuda bilateral se completará con préstamos del Banco Europeo de Inversiones (FEMIP) y de otros programas financieros. El paquete representa un aumento de cerca del 20% con respecto a la media anual del período 1995-2006.

Desde la óptica de la UE, Marruecos ha iniciado un proceso de reforma muy ambicioso a partir de su propia visión de la modernización y el desarrollo. Las ventajas de la reforma en Marruecos ya son visibles: aumento del crecimiento, mayores inversiones extranjeras directas y más empleo. Por este motivo, la UE intensificará su esfuerzo para ayudar a Marruecos en la reforma actual y aportará más recursos financieros para apoyar la aplicación por Marruecos del Plan de Acción conjunto, en el marco de la Política Europea de Vecindad. El paquete de ayuda financiera a Marruecos para 2007-2010 se centrará en cinco ámbitos clave:

- **Desarrollo social:** los principales ámbitos de la ayuda serán la educación y la reforma sanitaria, el desarrollo del sistema de seguridad social, la alfabetización y la Iniciativa Nacional de Derechos Humanos. Aproximadamente el 45% de los fondos se destinará a este ámbito prioritario.

LA POLÍTICA DE VECINDAD DE LA UNIÓN EUROPEA

La Política de Vecindad de la Unión Europea tiene por objetivo proponer a los países vecinos de la UE una profundización de las relaciones políticas y la perspectiva de un alto grado de integración económica, en especial a través de una progresiva integración en el Mercado Interior de la UE.

La PEV establece objetivos ambiciosos, basados en el respeto a valores comunes tales como la democracia, el Estado de Derecho, el buen gobierno y el respeto de los

derechos humanos, los principios de la economía de mercado, el libre comercio, el desarrollo durable, así como la reducción de la pobreza y la puesta en marcha de reformas políticas, económicas, sociales e institucionales. También forman parte de esta política la cooperación transfronteriza y la responsabilidad compartida para el establecimiento de una zona de paz y de estabilidad, incluyendo la gestión de crisis y la prevención y la resolución de conflictos en la región.

- **Desarrollo económico:** la Comisión seguirá apoyando el desarrollo del sector privado como preparación para una zona de libre comercio con la UE. También apoyará el desarrollo regional, a través de proyectos de infraestructuras clave y una importante reforma de sectores clave, como la energía y la agricultura.
- **Derechos humanos y gobernanza:** apoyo a la modernización del sistema judicial y la consolidación del conocimiento de los derechos humanos.
- **Medio ambiente:** se dará prioridad a los problemas de saneamiento de agua, así como al apoyo de las estrategias de lucha contra la contaminación en determinadas regiones.
- **Apoyo institucional:** la Comisión mantendrá el instrumento de hermanamiento, que ha funcionado con éxito, con nuevos fondos disponibles para la cooperación entre las administraciones públicas de Marruecos y los Estados miembros de la UE. La Comisión también apoyará la aplicación futura de la reforma del sector público.

Marruecos también podrá optar a los préstamos del **Mecanismo Euromediterráneo de Inversión y Cooperación (FEMIP)**. La prioridad del FEMIP es financiar proyectos del sector privado. A fin de crear un entorno adecuado para el desarrollo empresarial, FEMIP también apoya proyectos de infraestructuras, inversiones en recursos humanos y proyectos de protección del medio ambiente.

Además de esta ayuda bilateral, la Comisión Europea, en el marco de la Política Europea de Vecindad, ha propuesto nuevas oportunidades de las que podrá disponer Marruecos:

- **Fondo de Inversión de Vecindad**, que permitirá el acceso a fondos considerablemente mayores para la industria y las infraestructuras marroquíes, mediante el apoyo a la obtención de préstamos de las organizaciones financieras internacionales.

- **Instrumento de gobernanza** para los primeros países en aplicar las reformas acordadas del Plan de Acción.
- **Programa de cooperación transfronteriza**, que aspira a aproximar las regiones fronterizas de los Estados miembros y los países socios, y a fomentar la cooperación entre ellas.
- **Intercambio entre los pueblos y cooperación reforzada en materia de educación**, como, por ejemplo, la participación en el programa Erasmus Mundus y sus becas, y en el programa Tempus para la cooperación en la enseñanza superior.
- **Cooperación científica y tecnológica.** Marruecos tendrá la oportunidad de participar en el 7º Programa Marco de Investigación y Desarrollo de la UE (IDT).
- **Participación en los programas y los organismos comunitarios**, tales como *Invest in People* y los programas *Migration* y *Asylum*.

El Plan de Acción bilateral desarrolla de forma más puntual y completa los compromisos asumidos en el Acuerdo de Asociación, consolidando los avances logrados desde 2000 y actualizándolos en el marco de las nuevas propuestas y ofertas planteadas en la PPV, que refuerza el Partenariado Euromediterráneo.

Las relaciones UE-Marruecos tienen un carácter privilegiado. La UE comparte el deseo de Marruecos de reforzar los lazos de unión, por lo que mantiene su compromiso de acompañar a Marruecos en los procesos de reforma y modernización. En este sentido se ha planteado la idea de un **Estatuto Avanzado** que haga más visibles las relaciones bilaterales.

La articulación de este **Estatuto Avanzado** debe entenderse contextualizada en los marcos existentes en el enfoque bilateral de la PEV y en la Política Euromediterránea de la Unión,



© Marc Llibre Roig

que prevé la posibilidad de profundizar las relaciones en función del compromiso de los socios a la hora de desarrollar y ejecutar su Plan de Acción.

La PEV ofrece importantes ventajas para Marruecos en el terreno económico:

- Perspectiva de progresar, más allá de las relaciones existentes, hacia un grado de integración significativo, incluyendo la oferta de Marruecos en el mercado interior, así como la posibilidad de tomar parte progresivamente en las políticas y los programas de la UE.
- Posibilidades de convergencia de la legislación económica con apertura de las economías, con una particular reducción continuada de las barreras comerciales, lo cual podrá estimular la inversión y el crecimiento.
- Incremento del apoyo financiero. La entrada en vigor del IVEP (Instrumento de Vecindad Europea y Partenariado) cubrirá la cooperación transfronteriza y transnacional entre Marruecos y la UE, con el fin de favorecer la integración, la cohesión económica y social y la reducción de las diferencias de desarrollo entre las regiones.

El plan de acción establece una serie de prioridades, en los campos que entran en la perspectiva del acuerdo de asociación, que reflejan las prioridades del gobierno marroquí. En estas prioridades se integran una serie de acciones que

tienen un marcado carácter económico:

- La negociación de un acuerdo de liberalización de los intercambios en el sector de los servicios.
- El desarrollo de un entorno favorable a la inversión directa del exterior, al crecimiento y al desarrollo sostenible.
- La cooperación en materia de política social, teniendo por objetivo la reducción de la pobreza y de la precariedad, y la creación de empleo.
- La cooperación en el sistema de educación, de la formación, de la investigación científica y de las tecnologías de la información, como pilar esencial para el desarrollo económico del país.
- El desarrollo del sector del transporte, basado en la seguridad, así como el refuerzo de las infraestructuras nacionales y regionales, y su interconexión con la Red Transeuropea de Transporte.
- El desarrollo del sector energético, incluidas las interconexiones y las infraestructuras, en las mejores condiciones de seguridad, competitividad y calidad; la integración progresiva del mercado eléctrico marroquí en el mercado europeo de la electricidad.

Relaciones España-Marruecos

En el plano económico, las relaciones bilaterales entre Marruecos y España se caracterizan, en la actualidad, por su progreso y diversidad, como se comprueba por la conclusión



de numerosos acuerdos de cooperación en los sectores económico, financiero, social, cultural, turístico, científico, jurídico y técnico. Esta diversidad se concreta por el crecimiento de los intercambios entre los dos países y el aumento del nivel de IDE español destinado a Marruecos.

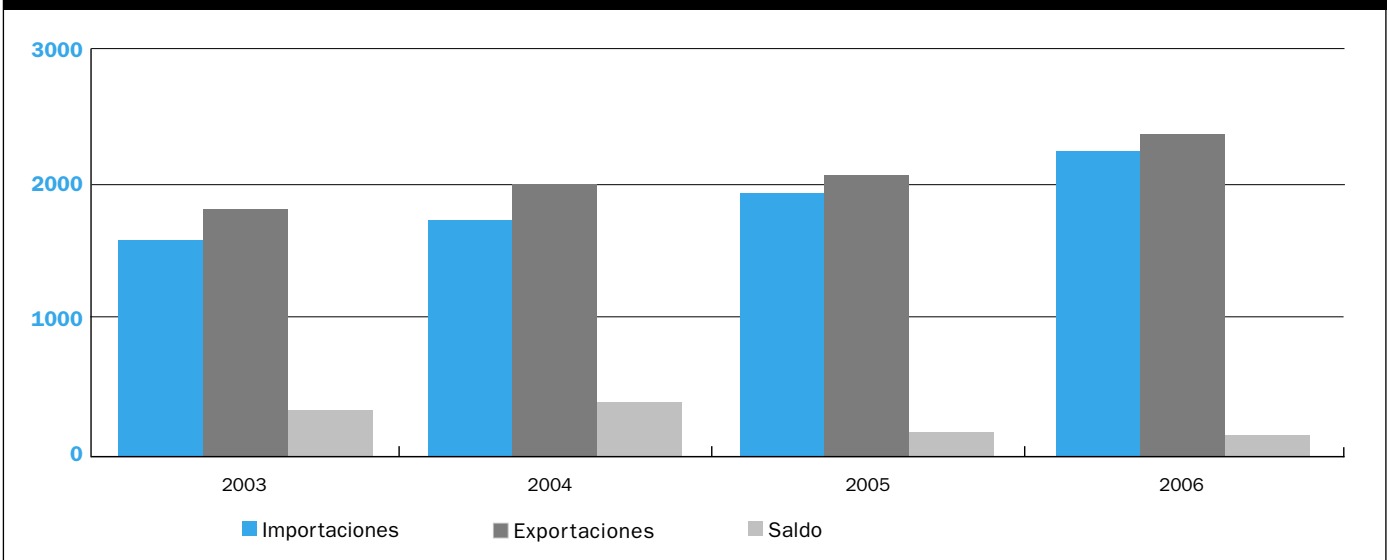
España es el segundo socio económico de Marruecos, detrás de Francia: más de 800 empresas españolas operan en ese país.

Las transacciones comerciales entre los dos países han conocido un continuo progreso en los últimos años, pasando de 1.800 millones de euros en 1999 a cerca de 5.000 millones en 2006. Las importaciones marroquíes procedentes de España alcanzaron cerca del 12% del total de importaciones marroquíes, mientras que las exportaciones han crecido un 16,8%, hasta alcanzar la cifra de 2.100 millones de euros, es decir, el equivalente al 20,8% de las exportaciones totales.

Las importaciones marroquíes con origen en España están muy diversificadas y comprenden tejidos de algodón y de fibra sintética, productos químicos, materias plásticas artificiales, máquinas y aparatos diversos, hilos, perfiles de hierro, acero, vehículos industriales y de turismo, papel y cartón, artículos de género de punto, etc. Por el contrario,

BALANZA COMERCIAL DE ESPAÑA CON MARRUECOS, 2003-2006

Millones de euros



FUENTE: ICEX

PRESUPUESTO PLAN MARRUECOS, 2005-2007			
Millones de euros			
	2005	2006-2007	TOTAL
APOYO AL COMERCIO	12,2	85	97,2
Financiación con apoyo oficial	10	60	70
Línea FEV	1	3	4
ICEX-Promoción	1,2	2	3,2
Línea Pyme		20	20
APOYO A LA INVERSIÓN	29,3	72,8	102,1
Conversión de deuda en inversiones públicas	7,3	22,7	30
Conversión de deuda en inversiones privadas	21,4	18,6	40
FIEX-FONPYME		30	30,0
ICEX Promoción de inversiones	0,6	1,5	2,1
ICEX Información y formación	0,2	0,7	0,9
TOTAL	41,7	158,5	200,2

FUENTE: ICEX

las exportaciones marroquíes hacia España están constituidas, principalmente, por vestidos confeccionados, crustáceos, mariscos, artículos de género de punto, pescado fresco, fosfatos, plomo, tejido de algodón, hilos y cables eléctricos, cinc, pescado en conserva, hierro y acero, artículos sanitarios, calzado y hortalizas frescas.

En 2006, España ha tomado la delantera a Francia para convertirse en el primer cliente del sector marroquí del vestido, con 1.000 millones de euros. Este resultado es fruto del concepto desarrollado en el sector del vestido, el llamado *fast fashion*, sobre el que se basa la estrategia de los mayores grupos textiles españoles (Mango, Induyco e Inditex).

Por otro lado, la puesta en marcha de líneas aéreas de bajo coste ha ampliado la ventaja de la vecindad entre los dos países, permitiendo que el número de turistas españoles haya aumentado en un 17% en 2006, hasta alcanzar la cifra de 400.000 personas. El turismo español ha representado el 11,2% del total de turistas extranjeros en Marruecos, cifra que coloca a España en el segundo lugar, detrás del turismo francés.

El peso de España en el país alauita también puede percibirse por la importancia de la comunidad marroquí residente en España, estimada en más de medio millón de inmigrantes, lo que la hace la más importante de las comunidades extranjeras residentes en España y que representa, según cifras del Instituto Español de Estadística, el 13,7% del total de extranjeros. Las remesas efectuadas por los marroquíes residentes en España han evolucionado considerablemente en los últimos años, y han pasado de 18 millones de euros, en 1992, a más de 600 millones, en 2006. Estas remesas tienen una enorme importancia económica para Marruecos, en la medida en que contribuyen a equilibrar la balanza de pagos, sostienen la posición del dirham y representan una importante fuente de divisas, que permite hacer frente a las necesidades de importación.

Durante la última década, España se ha situado entre los principales inversores en Marruecos. Su parte asciende al 22% del montante total de las IDE recibidas en ese país durante el período 1997-2004, es decir, algo más de 2.000 millones de euros, por lo que ocupa la segunda posición, detrás de Francia, que se sitúa todavía alejada de España, con el 42,3% de las IDE. En 2006, el volumen de IDE español en Marruecos alcanzó la cifra de 660.000 millones de euros.

Además de la participación en operaciones de privatización, estas inversiones corresponden a muchas de las empresas españolas situadas en suelo marroquí en diferentes sectores de



ALGUNOS EJEMPLOS DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA

FADESA promueve distintos proyectos en el sector turístico: ha destinado 300 millones de euros de inversión a la zona turística Laguna Smir, en Tamuda Bay, la estación turística de Saidia, en el marco del Plan Azur, el proyecto Tanger City Center y el proyecto Plage Blanche, en Goulimin. Asimismo, Fadesa acaba de crear una empresa mixta con Addoha, primer operador inmobiliario marroquí. La sociedad dispondrá de 800 hectáreas de terreno en Marrakech, Casablanca y Tetuán para crear complejos de hoteles, centros comerciales y viviendas dirigidas, principalmente, a la clientela internacional.

CMS Construcciones tiene prevista una inversión de 34 millones de euros en la construcción de 8.000 viviendas.

Lubasa construirá una fábrica de cemento en el centro del país. La planta deberá estar operativa en 2010, tendrá una capacidad de producción de más de un millón de toneladas al año, y creará 170 empleos directos y más de 300 indirectos.

Abengoa construirá una planta solar. El proyecto supondrá una inversión de 469 millones de euros, e incluye la operación y el mantenimiento de la central durante los cinco primeros años. La instalación producirá 470 megavatios de potencia.

Iberdrola proyecta construir dos parques eólicos. Los parques sumarán una potencia de 200 megavatios.

actividad, en especial en el sector de las telecomunicaciones, la industria, la banca y los servicios. Asimismo, España participa en varios proyectos de infraestructuras, como, por ejemplo, la Autopista de Circunvalación del Mediterráneo y la conexión ferroviaria Taourirt-Nador.

El gobierno español, a través del ICEX, impulsa la presencia española en el mercado marroquí y en el proceso de modernización de su economía, mediante el llamado Plan Marruecos. Para el período 2005-2007, el presupuesto del Plan ha ascendido a 199 millones de euros.

El Plan pretende fomentar el establecimiento de un mayor número de pymes en Marruecos, aprovechando el efecto arrastre de las grandes inversiones, mejorar la imagen de la empresa española –a través de acciones de promoción– y consolidar las relaciones institucionales, con el fin de mejorar el entorno de los negocios.

Las líneas de actuación del Plan se asientan en cuatro pilares de apoyo:

- Apoyo institucional.
- Apoyo al comercio. En esta línea de actuación existen tres vías a seguir:
 - Mejorar el acceso al mercado y eliminar obstáculos.
 - Promocionar la imagen de los productos españoles.
 - Apoyo financiero.
- Apoyo a la inversión. Los instrumentos de apoyo a la inversión representan más de la mitad del presupuesto total del Plan, y alcanzan los 102 millones de euros.

- Información y formación (becas ICEX y posible apertura de un Centro de Negocios en Casablanca).

En el plano político, las relaciones entre los Reinos de Marruecos y España varían según las circunstancias. Pueden pasar por períodos excelentes, como mostraba el Rey de Marruecos Mohammed VI en los mensajes enviados el pasado 12 de octubre al Rey Don Juan Carlos y al presidente del gobierno español, José Luís Rodríguez Zapatero, en el que reafirmaba su “firme” determinación de consolidar los mecanismos del partenariado “estratégico” que une Marruecos y España en los diferentes sectores y de seguir trabajando para alzar estas relaciones “distinguidas” a un nivel superior ampliando sus ámbitos, tanto en el marco de la asociación estratégica bilateral como en el del Acuerdo de Asociación que une Marruecos a la Unión europea.

Sin embargo, unas semanas después, estas relaciones se han visto empañadas por el tradicional contencioso entre ambos países en relación a las llamadas Plazas de Soberanía. Marruecos no ha renunciado, ni lo hará en el futuro, en su reivindicación de los territorios españoles emplazados a orillas del Mediterráneo y ello continuará siendo fuente de conflicto, como también lo es el posicionamiento que los gobiernos de los dos países mantienen sobre el futuro del Sahara. No obstante, estos períodos de exaltación nacionalista no deberían ser obstáculo para continuar profundizando en el marco de las actuales excelentes relaciones económicas ya que los dos países esperan extraer beneficios muy positivos para ambos.

CONCLUSIONES

La economía de Marruecos creció en 2006, por séptimo año consecutivo, y cuenta con un importante potencial de crecimiento, aunque subsisten una serie de factores que dificultan su desarrollo:

- Una estructura económica excesivamente dependiente del sector agrícola.
- Una economía sumergida muy importante, que perjudica seriamente a la hacienda pública.
- La fragilidad del sector industrial, muy concentrado en una serie de industrias.
- Un sector público sobredimensionado.
- Una renta per cápita baja: 1.500 \$/año.
- Un alto índice de pobreza nacional: en 2004, el índice de pobreza era del 19%.
- Una reducida clase media –representa únicamente un 8,5% de la población–.
- Una población joven y creciente (un 31,5% tiene menos de 15 años).
- Una baja calificación de la población activa, especialmente en el medio rural.
- Un alto nivel de analfabetismo, que afecta al 49% de la población mayor de 15 años.
- Un alto paro estructural, preferentemente entre los jóvenes.

Gran parte de estos factores son de difícil resolución de manera aislada. Las autoridades marroquíes son profundamente conscientes de esta situación y, por ello, paralelamente a las reformas políticas, económicas y sociales que de manera unilateral llevan a cabo, están desarrollando una red de acuerdos internacionales que les permita abrir y modernizar su economía para hacerla más eficiente y competitiva.

El desarrollo económico y la estabilidad política de Marruecos forman parte de las prioridades de la política exterior de la Unión Europea, y por ello debe proporcionar un marco de actuación favorable a la resolución de los problemas a los que se enfrenta, bajo la forma del anunciado *Estatuto Avanzado*.

BIBLIOGRAFÍA

- BAID/OCDE (2006) *Perspectives économiques en Afrique: Maroc*. Boletín de economía y negocios de Casa Árabe. Septiembre de 2007.
- Commission des Communautés Européennes (2004). *Politique européenne de voisinage*. Rapport sur le Maro. COM 373 final.
- Direction des Etudes et des Prévisions financières. Ministère des Finances et des Prévisions Financières. *Note de conjoncture internationale*.
- Direction du Trésor et des Finances Extérieures (2006). *Rapport sur l'évolution de l'économie marocaine*.
- European Commission. DGTrade. Morocco EU bilateral Trade.
- Fondo Monetario Internacional (2007). Nota de información n.º 07/98. 9 de agosto de 2007.
- Institut Europeu de la Mediterrània (2007). *Afkar/Ideas*. N.º 14, verano de 2007.
- Oficina Económica y Comercial de España en Rabat (2006). *Informe Económico y Comercial de Marruecos*. Noviembre de 2006.



El Fondo Monetario
Internacional (FMI)
(2004-2007):
Rodrigo Rato,
Managing Director

La globalización incluye economías desarrolladas, uniones monetarias, economías emergentes, economías exportadoras de materias primas y países pobres altamente endeudados. Los flujos de capitales circulan en volúmenes crecientemente apalancados, a escala global y en tiempo real, incidiendo en la liquidez y en las primas de riesgo de los mercados de crédito, en el precio de los activos de renta fija y de renta variable, así como en el valor de los activos inmobiliarios. Esta interdependencia de la economía mundial requiere una arquitectura de instituciones multilaterales que canalice los mecanismos de cooperación económica.

Prof. F. Xavier Mena

Departamento de Economía, ESADE

Prof. Josep M. Sayeras

Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

La Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (1944) alumbró el Fondo Monetario Internacional (FMI), uno de los pilares del crecimiento económico registrado desde la II Guerra Mundial. El FMI supervisó y prestó asistencia financiera a sus países miembros con desequilibrios en la cuenta corriente de sus Balanzas de Pagos. El sistema de tipos de cambio fijos se abandonó en la crisis de los años 1970, que se agravó con los *shocks* petroleros. En la década de 1980, el FMI tuvo que afrontar la crisis de la deuda latinoamericana. El volumen y rapidez de los movimientos de capitales, apalancados en la innovación financiera, propagaron el *efecto tequila* de México (1994), la crisis asiática (1997-98), la crisis de los bonos rusos (1998), el ajuste del real en Brasil (1999), las turbulencias de la lira de Turquía (1999) y la convulsión argentina (2001).

El ciclo expansivo de la economía mundial desde el año 2001 ha posibilitado que Rodrigo Rato, Director Gerente del FMI (2004-2007), haya diseñado una nueva Estrategia a Medio Plazo (MTS) que se orienta a la adaptación del organismo a las realidades y retos del s. XXI. La nueva labor supervisora se centra en la prevención de la aparición y contagio de las crisis financieras. La supervisión bilateral enfatiza la persuasión de las autoridades económicas de sus 185 países miembros, para alcanzar el equilibrio interno y externo. La nueva Estrategia del FMI incorpora el asesoramiento institucional (marco legal y regulador, sistema financiero solvente, gestión fiscal eficiente, lucha contra la corrupción), que constituye la base para el crecimiento estable a largo plazo. El FMI se ha sumado a los Objetivos de Desarrollo del Milenio de Naciones Unidas, que persigue la reducción de la pobreza y la mejora educativa y del bienestar de los ciudadanos más desfavorecidos del mundo.

La reconducción de los desequilibrios económicos globales, la prevención de vulnerabilidades que afloran súbitamente por la rápida circulación de los flujos de capitales, la transmisión del riesgo de la crisis *subprime* a escala global, la irrupción de las economías emergentes y la lucha contra la pobreza, exigen una aproximación multilateral. Y más multilateralismo significa más FMI.

HISTORIA DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (1944-2001)

LA CONFERENCIA MONETARIA Y FINANCIERA DE BRETTON WOODS (1944)

Los felices años 20 y el *crash* de Wall Street (1929)

Los felices años 20 registraron una expansión frenética de la actividad económica en Estados Unidos, mimetizando el ritmo de las salas de baile al son del charlestón. Hollywood estaba en pleno apogeo. Las cadenas de montaje de Ford fabricaban el Modelo T que alcanzaba los diez millones de unidades. Charles Lindberg atravesaba por primera vez el Atlántico sin escalas, pilotando el *Spirit of St. Louis*. La especulación bursátil –apalancada en el crédito de los *trusts*– atraía hacia Wall Street hasta el último dólar.

La aparición de la primera brizna de desconfianza derivó en la retirada de depósitos bancarios, que no gozaban de la protección de fondos de garantía. Los bancos tuvieron que afrontar las demandas de reintegros, con una liquidez de caja que rayaba la imprudencia. El pánico de los depositantes obligó a las entidades bancarias a remitir órdenes masivas de venta de sus carteras de valores. Los índices Dow Jones y Standard & Poor's cayeron estrepitosamente el 28 de octubre de 1929, provocando la quiebra de más de 4.000 bancos y la evaporación de muchos patrimonios familiares. La Reserva Federal –prestador en último recurso– no supo restaurar la confianza mediante la inyección de liquidez, por lo que devino el *crash* de Wall Street. Ciertamente, un sistema financiero está constituido por “unos cuantos kilos de dinero y muchísimas toneladas de confianza”.



Mount Washington Hotel, Bretton Woods (New Hampshire, USA)

La política económica proteccionista emergió como reacción defensiva, tanto en el ámbito monetario como en el comercio exterior. Las devaluaciones competitivas (*beggar-thy-neighbour*) del valor de las monedas nacionales en relación con el Patrón Oro (*Gold Standard*) desembocaron en un desorden monetario internacional. Los aranceles y los contingentes frente a terceros países reducirían el volumen de transacciones comerciales. La contracción de la producción y las ventas provocó un número de despidos laborales que catapultó la tasa de desempleo desde el 3,2% en 1929 hasta el 24,9% de la población activa en 1933. Las colas ante las oficinas de empleo pronto se convirtieron en colas ante los comedores de beneficencia. La economía de Estados Unidos había entrado en una Gran Depresión (1929-1939).

Bretton Woods (1944):

la creación de “un Fondo que es un Banco”

En pleno período de hostilidades bélicas de la II Guerra Mundial, las delegaciones de funcionarios y financieros de 15 países aliados celebraron una reunión preparatoria en Atlantic City (New Jersey) entre el 15 y el 30 de junio de 1944. El objetivo principal era la organización de una Conferencia Monetaria y Financiera que permitiera la superación de los desórdenes provocados por el *crash* de 1929 y sentara las bases de un sistema económico internacional para la posguerra que se construyera sobre la estabilidad monetaria y la apertura comercial.

Esta reunión preparatoria concluyó con la convocatoria de 730 delegados de 44 países al Mount Washington Hotel (Bretton Woods, New Hampshire, USA), para unas sesiones que se iniciarían el 1 de julio y finalizarían el 22 de julio de 1944.



El *Crash* de 1929, Wall Street

BARRAS Y ESTRELLAS vs. UNION JACK

El *Plan White* –que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos elaboraba desde abril de 1942– ponía el énfasis en la estabilidad cambiaria del sistema monetario internacional. Cada país miembro declararía la paridad de su moneda en términos de *unitas*, la unidad internacional de cuenta, que equivaldría a 10 dólares americanos. Los países miembros estarían obligados a mantener la paridad fija, excepto en el caso de un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos. La organización clave de la propuesta del Departamento del Tesoro estadounidense era el *United Nations Stabilization Fund* y el *Bank for Reconstruction and Development*. Los países miembros contribuirían al Fondo con una cuota en oro y en su propia moneda, y tendrían acceso a dichos recursos a través de préstamos con salvaguardias.

El *Plan Keynes* –cuyo primer *draft* data de 1942– estaba diseñado para conseguir la expansión de la producción nacional y del comercio internacional, a través de la provisión de liquidez internacional. La esencia del plan era un Banco Central supranacional (*International Clearing Union, ICU*), que emitiría el *bancor*. El valor nominal de la nueva moneda internacional estaría ligado al oro y las divisas nacionales fijarían su paridad en términos de la misma. Debido a la experiencia fallida de reinstauración del Patrón Oro en 1925, el *Plan Keynes* quería eludir el establecimiento de un sistema monetario internacional que limitara la autonomía de los gobiernos para determinar su política monetaria. El Banco



Harry D. White y John M. Keynes

Central de cada país tendría sus cuentas en el ICU para liquidar sus balances con los otros miembros. Los países con superávit recibirían intereses por sus depósitos, mientras que los deficitarios podrían pedir préstamos. Cada país tendría asignada una cuota que determinaría el límite de su acceso a los recursos de préstamo (el esfuerzo bélico haría de Gran Bretaña un país deudor). El *Plan Keynes* contemplaba un control permanente de capitales, para prevenir la especulación desestabilizadora contra las paridades. Además, permitía la modificación del tipo de cambio y la aplicación de las restricciones necesarias en aras de conseguir el pleno empleo y el equilibrio en la balanza de pagos.

Por tanto, la Conferencia tendría lugar a los pocos días del trascendental desembarco de las tropas aliadas en las playas de Normandía, cuando las tropas –mayoritariamente americanas– empezaban a decidir el signo de la II Guerra Mundial. De hecho, Henry Morgenthau, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, fue designado Presidente de la Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (1944).

Así pues, el devenir en el frente bélico asignó a Estados Unidos y Gran Bretaña la capacidad de determinar el curso de la Conferencia, a pesar de que los países participantes gozaban de derechos nominales paritarios. Parafraseando a Orwell, las delegaciones de Estados Unidos y Gran Bretaña eran “más iguales que las otras”. La delegación americana –encabezada por Harry D. White, economista-jefe del área internacional del Departamento del Tesoro– y la delegación británica –liderada

por John M. Keynes– compartían algunos principios básicos sobre el futuro orden monetario internacional, pero diferían en numerosas cuestiones organizativas y estratégicas.

La delegación del Departamento del Tesoro de Estados Unidos acabó imponiendo sus directrices, dada la posición de fuerza que le otorgaba su liderazgo en la estrategia bélica que se desarrollaba en el continente europeo a la altura de julio de 1944. La emergente potencia americana proyectaba su sombra sobre el declinante Imperio Británico. Los Acuerdos de Bretton Woods incorporarían apenas algunos elementos propuestos por la delegación británica. Una comunidad transnacional de políticos y expertos en economía y finanzas –de uno y otro lado del Atlántico– intervinieron decisivamente en la redacción final de los artículos y las normativas del sistema monetario internacional que regiría durante las décadas siguientes.

El resultado de la Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods fue un nuevo sistema monetario internacional híbrido entre disciplina y flexibilidad. El aporte americano sustentó el principio de la disciplina bajo la forma de estabilidad del tipo de cambio, sin quedar clavados en la *cruz de oro* del *Gold Standard*. La influencia británica afloró en la flexibilidad de la autonomía de las políticas económicas domésticas en la consecución del equilibrio interno y externo.

La Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (1944) creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), como institución permanente garante del régimen de tipos de cambio acordado y de la estabilidad financiera mundial. El FMI cumpliría sus objetivos a través de las consultas bilaterales y la cooperación internacional entre los países miembros, que podrían acceder a los recursos del organismo a través de préstamos sujetos a salvaguardias. Los Acuerdos de Bretton Woods crearon también el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD), para financiar las inversiones de capital destinadas a la reconstrucción de los países miembros devastados por la guerra, la reorientación de los recursos bélicos hacia actividades productivas y el desarrollo de los países menos desarrollados.

La Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (New Hampshire, USA), celebrada entre el 1 y el 22 de julio de 1944, creó el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (Banco Mundial)



Delegación USA, Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (1944)

Como expresara John M. Keynes en su alocución final a los delegados de la Conferencia, en Bretton Woods se creó “un Fondo que era un Banco, y un Banco que era un Fondo”. No es extraño que el propio John M. Keynes concluyera que “*We have had to perform at one and the same time the tasks appropriate to the economist, to the financier, to the politician, to the journalist, to the propagandist, to the lawyer, to the statesman-even, I think, to the prophet and to the soothsayer.*”

Los Acuerdos de Bretton Woods fueron firmados por 29 de los 44 países participantes en la Conferencia. La delegación de la Unión Soviética intervino activamente en la redacción del borrador, pero su gobierno decidió posteriormente no incorporarse al FMI ni al BIRD.

EL CONVENIO CONSTITUTIVO DEL FMI

El Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) incluyó en sus artículos el establecimiento de un sistema de paridades, los pagos multilaterales, los recursos y la organización y las funciones del organismo.

Sistema de paridades

La piedra básica de los Acuerdos de Bretton Woods (1944) fue el establecimiento de un sistema de paridades entre divisas (*par value of currencies*) basada en:

- Las divisas de los países miembros tendrán una paridad fija respecto a una referencia común (dólar estadounidense, oro).
- El dólar estará respaldado con su contravalor en oro de las reservas de Estados Unidos.
- El margen de fluctuación máximo de la paridad fija establecida será del $\pm 1\%$.
- El tipo de cambio será fijo, pero ajustable mediante una devaluación/revaluación en caso de un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos.

Así, el Artículo IV del Convenio Constitutivo estableció que “la paridad de la divisa de cada país miembro deberá expresarse en términos de oro como denominador común, o en relación con el dólar de los Estados Unidos, del peso y la ley vigentes el 1 de julio de 1944”. La emisión de dólares por parte de Estados Unidos estaría respaldada por su contravalor en las ingentes reservas de oro y divisas de la Reserva Federal americana. El aparato productivo y las infraestructuras estadounidenses habían salido indemnes de los desastres bélicos, por lo que la economía americana se convertiría en el líder indiscutible después de la II Guerra Mundial.

El propio Artículo IV determinó que “el Fondo prescribirá un margen por encima y por debajo de la paridad para las transacciones de oro entre los países miembros, y ningún miembro comprará oro a un precio por encima de la paridad más el margen prescrito, o venderá oro a un precio por debajo de la paridad menos el margen prescrito”.

El Artículo IV explicitaba que los países miembros debían velar por la estabilidad de sus tipos de cambio dentro de una banda de fluctuación de $\pm 1\%$, al establecer que “el margen máximo y el mínimo de las transacciones entre las divisas de los países miembros no diferirá de la paridad, en el caso de transacciones cambiarias al contado, en más del uno por ciento”.

En fin, el Artículo IV estipuló que “un país miembro no podrá proponer un cambio en la paridad de su divisa, excepto para corregir un desequilibrio fundamental”. La aceptación de la devaluación del tipo de cambio por la comunidad internacional (i.e., FMI), requería la demostración de la necesidad del ajuste cambiario debido a la existencia de un “desequilibrio fundamental” en la balanza de pagos. Además, el FMI exigía también una justificación del porcentaje solicitado. El redactado del Artículo IV determinaba la autorización de la devaluación por parte del FMI en función de la cuantía solicitada (superior o inferior al 10%) y del compromiso de las autoridades económicas en la corrección del desequilibrio.

Así pues, el régimen cambiario de los Acuerdos de Bretton Woods se basaba en un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables. La devaluación del tipo de cambio como instrumento de ajuste de los desequilibrios persistentes de cuenta corriente sólo se contemplaba como una apelación extraordinaria. Esta rigidez del sistema de tipos de cambio fijos obligaba a la disponibilidad de cuantiosos recursos financieros por parte del FMI, destinados a posibilitar los programas de ajuste de las economías de sus países miembros.

Pagos multilaterales

El sistema monetario y financiero internacional surgido de los Acuerdos de Bretton Woods se basó en la convertibilidad de las divisas de los países miembros. El Artículo VIII del Convenio Constitutivo del FMI establecía que “ningún país miembro impondrá, sin la aprobación del Fondo, restricciones a los pagos y transferencias de las transacciones en cuenta corriente”. El sistema de pagos multilaterales proporcionaría la liquidez requerida.

Por su parte, la experiencia desestabilizadora de los movimientos de capitales en el período de entreguerras determinó



Bretton Woods (New Hampshire, USA)

que el Artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI permitiera el control de capitales.

Recursos

Los países miembros del FMI –de acuerdo con el Artículo III del Convenio Constitutivo– se comprometieron a entregar una cuota compuesta de oro (25%) y monedas convertibles (75%).

Los países miembros podían acceder a los préstamos financiados con los recursos del FMI, en caso de desequilibrios de pagos en su balanza por cuenta corriente. El uso de los recursos estaba sujeto a un sistema de salvaguardias, garantías y

REUNIONES ANUALES DEL FMI Y DEL GRUPO DEL BANCO MUNDIAL Excluidas las celebradas en sus sedes centrales de Washington, D.C.			
1947	Londres	1979	Belgrado
1950	París	1982	Toronto
1952	México D.F.	1985	Seúl
1955	Estambul	1988	Berlín
1958	Nueva Delhi	1991	Bangkok
1961	Viena	1994	Madrid
1964	Tokio	1997	Hong Kong
1967	Río de Janeiro	2000	Praga
1970	Copenhague	2003	Dubai
1973	Nairobi	2006	Singapur
1976	Manila		

potestades, que alcanzó su máxima expresión en las *cláusulas condicionales* ligadas a los planes de ajuste estructural recomendados por las misiones del FMI.

Organización

La estructura y el funcionamiento del FMI se basa en la Junta de Gobernadores (*Board of Governors*) en representación de cada país miembro, el Directorio Ejecutivo (*Executive Board*) y un Director-Gerente (*Managing Director*), un Comité Monetario y Financiero Internacional –que fija la dirección y las prioridades de las políticas del Directorio– y el *staff* de funcionarios.

La reunión inaugural de la Junta de Gobernadores del FMI tuvo lugar en Savannah (Georgia, USA) entre el 8 y el 18 de marzo de 1946, que decidió situar la sede permanente del organismo en Washington D.C. (USA). El Jefe de la delegación belga, Camille Gutt, fue elegido como primer Director-Gerente del FMI (1946-1951).

La Junta de Gobernadores del FMI y el Grupo del Banco Mundial celebran unas Reuniones Anuales, tanto en su sede de Washington D.C. como en distintas capitales del mundo.

La Junta de Gobernadores toma las decisiones más importantes, tales como la admisión de miembros, la revisión de cuotas y la modificación de paridades de los tipos de cambio. El Directorio Ejecutivo y el Director-Gerente impulsan las decisiones de la Junta de Gobernadores y gestionan el funcionamiento del organismo.

Las cuotas aportadas por los países miembros determinan la representación y el poder de voto. El Artículo XII del Convenio Constitutivo estableció que los países miembros tendrían 250

votos básicos y un voto adicional por cada 100.000 dólares de cuota. La distribución de cuotas entre países miembros reflejó originalmente la correlación de fuerzas surgida de la II Guerra Mundial. La toma de decisiones en el FMI se basa en el principio de la mayoría de votos, en algunos casos con requerimientos de mayoría cualificada.

EL FMI EN ACCIÓN (1947-1971)

De las *letters of intent* a las cláusulas condicionales

La arquitectura financiera diseñada en Bretton Woods tuvo su baño de realidad en las décadas posteriores a la II Guerra Mundial, que pondrían a prueba las apuestas teóricas sobre la estabilidad monetaria internacional formuladas por una pléyade de políticos, funcionarios y académicos. El período de 1946 a 1958 estuvo dominado por la reconstrucción y la recuperación económica, los acuerdos bilaterales de pagos entre los países miembros que establecían relaciones comerciales y la escasez de divisas. Las necesidades de financiación para la reconstrucción de Europa y Japón se cubrieron a través del Plan Marshall.

En la vertiente monetaria, la estabilidad de la paridad y la ausencia de riesgo de cambio eran pilares esenciales para la proyección mundial de la economía americana después de la guerra, al tiempo que impulsaría el crecimiento del resto de países miembros y del volumen de los flujos de inversión extranjera directa.

En la vertiente comercial, la reunión de La Habana en 1947 iniciaría el progresivo desarme arancelario a través de la creación del *General Agreement on Tariffs and Trade (GATT)*. Las rondas de negociaciones comerciales de este Acuerdo Multilateral promoverían la apertura y el aumento de las transacciones comerciales internacionales.



Los Acuerdos de Bretton Woods atribuyeron al FMI las competencias sobre la estabilidad financiera internacional, mientras que el Banco Mundial se ocuparía de la concesión de préstamos para la reconstrucción de Europa y el desarrollo de los países. Después de la II Guerra Mundial, las sucesivas rondas de negociaciones multilaterales del Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT) impulsarían el comercio internacional

Con el transcurso de los años, y a pesar de las consultas supervisoras de las misiones del FMI, los países miembros incurrirían en desequilibrios de cuenta corriente que se deterioraban con ajustes disruptivos. Habitualmente, el desequilibrio se gestaba a través de la existencia de un gasto público que se financiaba con la creación de dinero facilitada por el Banco Central. La inflación generada mermaba la competitividad y depreciaba la moneda. El previsible agotamiento de las reservas de divisas ejercía una presión depreciatoria que se agravaba por la perdurabilidad del déficit en la balanza por cuenta corriente.

Las consultas supervisoras del FMI proponían un programa de ajuste estructural para restaurar la competitividad, que implicaba la reducción del gasto público (mayor eficiencia, reforma fiscal, privatización de activos), el ajuste de costes (abrir sectores a la competencia, disciplina salarial, productividad) y la autorización de una devaluación de la paridad de su divisa. Las negociaciones concluían con una carta de intenciones de las autoridades económicas del país (*letter of intent*) dirigida al Directorio Ejecutivo del FMI, en que se comprometían a la aplicación de una política económica encaminada a resolver su desequilibrio externo, así como al cumplimiento (*enforcement*) de las cláusulas condicionales y salvaguardias (*safeguard*). Las primeras cláusulas condicionales a los préstamos fueron aprobadas por el Directorio Ejecutivo del FMI en marzo de 1948.

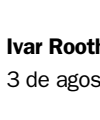
En el marco del acuerdo alcanzado entre las partes, el FMI concedía asistencia financiera mediante una línea de préstamo en divisas para facilitar la superación de los desequilibrios económicos del país (*off track*). Este préstamo permitía la reconstitución de sus reservas internacionales y la estabilización de su divisa para poder hacer frente al pago de sus importaciones. La restauración de la estabilidad macroeconómica interna y externa facilitaba las reformas del programa de ajuste, sentando las bases de un crecimiento sostenido a largo plazo. El préstamo se desembolsaba escalonadamente a medida que se ejecutaba

DIRECTORES-GERENTES DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL



Camille Gutt (Bélgica)

6 de mayo de 1946 - 5 de mayo de 1951



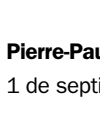
Ivar Rooth (Suecia)

3 de agosto de 1951 - 3 de octubre de 1956



Per Jacobsson (Suecia)

21 de noviembre de 1956 - 5 de mayo de 1963



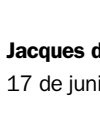
Pierre-Paul Schweitzer (Francia)

1 de septiembre de 1963 - 31 de agosto de 1973



H. Johannes Witteveen (Países Bajos)

1 de septiembre de 1973 - 16 de junio de 1978



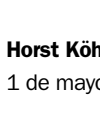
Jacques de Larosière (Francia)

17 de junio de 1978 - 15 de enero de 1987



Michel Camdessus (Francia)

16 de enero de 1987 - 14 de febrero de 2000



Horst Köhler (Alemania)

1 de mayo de 2000 - 4 de marzo de 2004



Rodrigo Rato (España)

7 de junio de 2004 - 31 de octubre de 2007

el programa, permitiendo el seguimiento de la aplicación de los compromisos contraídos a través de diversos mecanismos de control (acciones previas, criterios de ejecución, metas indicativas, parámetros de referencia estructurales).

El privilegio exorbitante del dólar

La plena convertibilidad de las divisas para las transacciones de cuenta corriente se formalizaría con la declaración conjunta de 8 países el 27 de diciembre de 1958. El Patrón Dólar (*Dollar Standard*) se consolidaba plenamente como moneda de reserva del sistema Bretton Woods, en detrimento de la libra esterlina.

La Reserva Federal americana empezó a imprimir dólares, que proyectaban sus efectos inflacionistas sobre el conjunto de la economía mundial. El general De Gaulle, Presidente de Francia, acusaba al dólar de gozar de un *privilegio exorbitante*, por lo que inició la conversión de sus reservas de dólares respaldadas por los dos tercios del oro mundial que atesoraba la Reserva Federal de Estados Unidos en Fort Knox (Kentucky).

La creciente rigidez del sistema cambiario, junto a la escasa predisposición del FMI a aceptar devaluaciones de los tipos de cambio fijos, provocaron la acumulación de problemas. El primer atisbo fue la crisis de confianza del mercado londinense (*golden rush*) en octubre de 1960. Los Bancos Centrales de los países desarrollados crearon el *Pool del oro*, por el que se comprometían a compraventas oficiales de oro al precio acordado de 35 dólares la onza. El creciente déficit por cuenta corriente americano obligaba a emisiones masivas de dólares que se acumulaban en las reservas de divisas de Japón y Europa. Las continuas demandas de oro americano contra sus reservas de dólares por parte del Banco de Francia –con De Gaulle al frente– provocaban el drenaje de las reservas de Fort Knox. La Reserva Federal de Estados Unidos intentaba compensar las salidas mediante actuaciones extraordinarias (acuerdos *swap*, bonos Roosa). El arbitraje de oro entre el mercado oficial y el mercado libre de Londres se atenazó mediante acuerdos informales entre los Bancos Centrales, pero las operaciones de los especuladores (*one-way-speculation*) certificaron la disolución del *Pool del oro* el 17 de marzo de 1968. El sistema Bretton Woods se estaba descomponiendo.

EL COLAPSO DE BRETTON WOODS (1971-1973)

De los tipos de cambio fijos a los tipos de cambio fluctuantes

En la primavera de 1971, la rigidez del sistema monetario y financiero de Bretton Woods devino insostenible. La inflación y los bajos tipos de interés de la economía estadounidense generaban

flujos de capitales desde el dólar hacia el marco alemán, que presionaban a la divisa alemana hacia la revaluación. La política monetaria restrictiva del Bundesbank mantenía sus tipos de interés elevados con objeto de eludir la inflación, por lo que incentivaba el flujo unidireccional de capitales a través del Atlántico. La reserva de divisas de Alemania empezó a alcanzar cotas históricas. La obsesión antiinflacionista del Bundesbank –grabada a fuego desde la hiperinflación de la década de 1920– abocaba al marco alemán hacia la apreciación por encima del compromiso de tipo de cambio fijo. Tras un virulento episodio especulativo en mayo de 1971, el marco alemán hizo saltar por los aires la piedra angular del sistema acordado en Bretton Woods.

En agosto de 1971, la flotación entre las principales divisas se había generalizado. La Reserva Federal de Estados Unidos seguía respaldando con salidas de oro y divisas las masivas demandas de conversión de los saldos en dólares acumulados por los Bancos Centrales del resto del mundo. El 15 de agosto de 1971, el Presidente Nixon se vio obligado a anunciar unilateralmente que Estados Unidos dejaba de aceptar la convertibilidad del dólar en oro. El régimen de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, que había posibilitado la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional desde la II Guerra Mundial, había entrado en situación de colapso.

La reunión del G-10 en Roma en noviembre de 1971 concluyó con una devaluación del dólar, para facilitar la corrección del desequilibrio por cuenta corriente de la balanza de pagos americana. El 17 y 18 de diciembre, una nueva reunión en el *Smithsonian Institute* (Washington D.C.) decidió una realineación general de los tipos de cambio de los principales países (devaluación del 9% del dólar, revaluación del marco, yen, franco belga, franco suizo y florín) y una ampliación de los márgenes de fluctuación ($\pm 2,25\%$). No obstante, en junio de 1972 estalló una nueva crisis especulativa contra la libra esterlina. El Reino Unido abandonó la paridad de su divisa y optó por la flotación. Los acuerdos *Smithsonian* habían perdurado sólo siete meses. A lo largo de 1973, la especulación se instaló en los mercados de divisas, presionando al dólar hacia la devaluación y al marco hacia su revaluación. El 12 de febrero, Estados Unidos anunció una devaluación adicional del dólar (10%). El 1 de marzo, después de una nueva escalada especulativa, se cerraron los mercados de divisas hasta el 19 de marzo de 1973. Como afirmara el profesor Eichengreen, “el colapso del sistema monetario internacional de Bretton Woods, en ausencia de un mecanismo de ajuste más flexible, era inevitable. Lo maravilloso es cómo sobrevivió tanto tiempo”.

El sistema de tipos de cambio fijos acordado en Bretton Woods se colapsó en 1971. La abrupta aparición del riesgo de cambio, el estancamiento con inflación y altos tipos de interés (*stagflation*) y los *shocks* petroleros (*supply-side*) de 1973 y 1979-80 abocaron a la economía mundial hacia una crisis profunda y duradera

Estancamiento, inflación y *shocks* del petróleo

El abuso de las políticas keynesianas de expansión de la demanda desde la década de 1960 derivó en unos presupuestos públicos con déficit permanente. La apelación del Tesoro al recurso de financiación del Banco Central mediante la emisión de dinero se tradujo en tasas de inflación elevadas. Además, la colocación de deuda pública para atender el creciente gasto público produjo el efecto desplazamiento (*crowding-out*) del sector privado. La menor disponibilidad de ahorro para las familias y las empresas impulsó los tipos de interés a niveles de dos dígitos. Las políticas fiscales y monetarias (*stop and go*) consolidaron las expectativas inflacionistas de los agentes económicos, imposibilitando el ajuste de las variaciones de las tasas de paro y de inflación a la curva de Phillips. Las economías de los países desarrollados se abocaron a una etapa de estancamiento con inflación (*stagflation*).

Además, la cartelización de la oferta de petróleo por la OPEP impulsó el precio del petróleo –que estaba situado en 2 dólares/barril desde 1945– hasta los 5,11 dólares en octubre

de 1973 y los 11,65 dólares en diciembre de 1973. El primer *shock* de oferta agravó la inestabilidad de la economía internacional. En 1979, el derrocamiento del *sha* Reza Pahlavi por la revolución del ayatolá Jomeini en Irán elevó el precio del crudo a cotas superiores a 40 dólares/barril. Este segundo *shock* de oferta dio la puntilla a la crisis económica de la década de los años 70.

EL AVE FÉNIX DEL FMI (1973-2001)

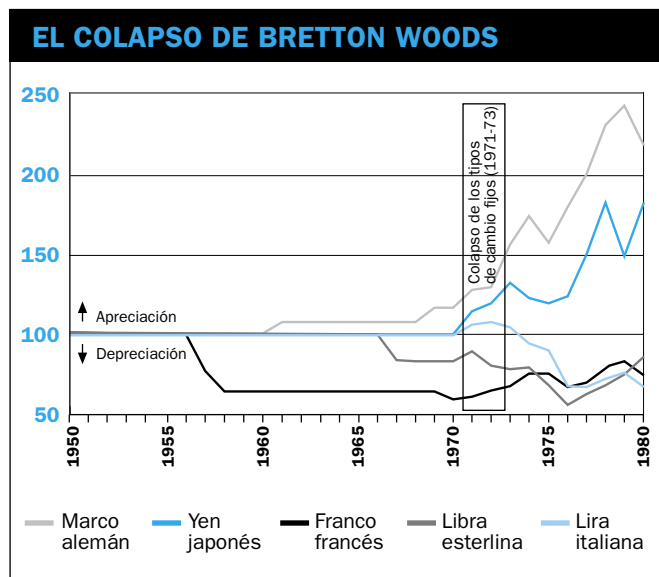
El renacimiento sobre las cenizas de Bretton Woods

El abandono del sistema de tipos de cambio fijos obligó al FMI a adaptarse a la situación de tipos de cambio flotantes. El nuevo orden monetario y financiero internacional requirió una puesta al día de los objetivos y del funcionamiento del FMI.

Las enmiendas al código de conducta del Artículo IV del Convenio Constitutivo entraron en vigor el 1 de abril de 1978. La nueva redacción del Artículo IV posibilitaba que los países miembros establecieran su sistema de tipos de cambio, el correspondiente mecanismo de ajuste y la denominación de sus reservas de divisas (oro, dólar, yen, franco suizo).

Las consultas bilaterales anuales del FMI con los países miembros también fueron reformuladas. La *Decisión 1977 sobre la supervisión de las políticas cambiarias* mostró especial preocupación por los amplios desequilibrios registrados en las balanzas de pagos, como consecuencia de la irrupción virulenta de los tipos de cambio fluctuantes, el *shock* de oferta en el mercado internacional del petróleo y el estancamiento con inflación (*stagflation*) de la economía mundial. En este marco de inestabilidad cambiaria a corto plazo, los países miembros del FMI debían instrumentar una política de tipo de cambio a largo plazo compatible con su equilibrio interno (precios, condiciones presupuestarias y financieras) y externo (balanza de pagos).

No obstante, las políticas de tipos de cambio de los países miembros evolucionaron progresivamente hacia el mantenimiento de una cotización sobrevaluada o depreciada de su divisa, debido a su dependencia de los objetivos de la política económica doméstica. De esta forma, el equilibrio interno se desalineaba en relación con el equilibrio externo. La aparición recurrente de desequilibrios en la cuenta corriente de los países miembros obligaba al FMI a acompañar sus consultas supervisoras con paquetes de financiación temporal sujetos a las garantías adecuadas, con objeto de restaurar la confianza de la comunidad económica y financiera internacional.



FUENTE: FMI

A lo largo de la década de los años 80, la labor supervisora de las misiones del FMI tuvo que emplearse a fondo en la reconducción de las vulnerabilidades del área latinoamericana. El incremento de los tipos de interés en el mundo provocó la aparición y rápida propagación de una crisis de confianza en los tenedores de deuda externa. La incapacidad de los países deudores para hacer frente a sus servicios de deuda degeneraba en crisis súbitas, que les obligaban a recurrir a la asistencia financiera del FMI mediante grandes paquetes de rescate (*bail-out*). Durante las crisis de la década de 1980, las cláusulas de salvaguardia del FMI incluyeron el compromiso del país miembro a no endeudarse por encima de determinados niveles.

Más tarde, la desintegración de la Unión Soviética afloró una nueva demanda de supervisión. Ante tal tesitura histórica, el FMI constituyó misiones de expertos que proveyeron a los países del Este europeo y de Asia Central de asesoramiento en materia de reformas institucionales y políticas económicas. El FMI ayudó a las economías de sus nuevos países miembros en la transición desde la planificación central hacia el establecimiento de instituciones y mecanismos de asignación de recursos propios de las economías desarrolladas.

Un cambio de guión para las crisis financieras

En los años 90, el vertiginoso crecimiento y la integración global de los mercados y los movimientos de capitales, apalancados con instrumentos financieros innovadores, aportaron una mayor eficiencia en la canalización del ahorro y la liquidez mundiales. Ahora bien, estos fenómenos también supusieron un nuevo reto para las tareas de supervisión del FMI en la prevención de crisis disruptivas originadas por la volatilidad y los mayores niveles de riesgo provenientes de las cuentas de capital y financiera. Las perturbaciones en estos mercados se caracterizan –a diferencia de las crisis de cuenta corriente– por su irrupción súbita, su transmisión (*spillovers*) en tiempo real y la aparición de riesgos sistémicos a escala global.

El estallido del *efecto tequila* de México en 1994 fue una de las primeras crisis de esta naturaleza. La coincidencia de la aparición de los desequilibrios con el levantamiento zapatista en Chiapas agravó la pérdida de confianza y la salida masiva de capitales. La implicación de la Administración Clinton a través de la concesión de préstamos en dólares –acababa de firmar el Tratado de Libre Comercio (TLC/NAFTA) con Canadá y México– supuso la depreciación de la divisa americana.

La irrupción de las expectativas económicas de Internet en 1994-95 marcó el inicio de un ciclo económico expansivo en Estados Unidos, que impulsó el flujo de inversiones hacia Wall Street y la economía americana. El dólar recogió esta etapa de bonanza con una rápida apreciación. En el área Asia-Pacífico, las economías de los países miembros del FMI estaban creciendo a tasas muy elevadas. La mayoría de los denominados *tigres asiáticos* seguían un régimen de tipo de cambio ligado al dólar (*crawling peg*). Los bancos de la zona captaban ingentes flujos de capitales en dólares procedentes de todo el mundo, que convertían en préstamos en moneda local y en carteras de activos negociados en sus mercados financieros domésticos. Los especuladores identificaron que los tipos de cambio nominales entre un dólar muy apreciado y las divisas asiáticas no respondían a los fundamentos de sus economías. El 3 de julio de 1997, el *baht* de Tailandia fue la primera divisa asiática objeto de especulación. Rápidamente, siguieron el *ringgit* de Malasia, la *rupia* de Indonesia, el *peso* de Filipinas, el *dólar* de Hong Kong y el *won* de Corea del Sur. Los capitales internacionales empezaron a huir de la zona en efecto manada. Las bolsas domésticas se hundieron y la morosidad crediticia se disparó. Los balances bancarios –activos en moneda local depreciada, pasivos en dólares apreciados– entraron en barrena. Al FMI le habían cambiado el guión de las tradicionales crisis de cuenta corriente. Las crisis de capitales y el *crony capitalism* demandaban otros diagnósticos y soluciones. Ahora, las nuevas cláusulas de salvaguardia de los préstamos del FMI consistían en que los países miembros se comprometieran a modificar los incentivos de comportamientos inadecuados (*moral hazard*) en su supervisión bancaria doméstica.

La globalización de los movimientos de capitales y la innovación financiera han modificado la naturaleza de las crisis de balanza de pagos. El FMI tuvo que hacer frente al *efecto tequila* mexicano (1994), a la crisis asiática (1997-98), a la crisis de los bonos rusos (1998), a la crisis de Brasil (1999), a la crisis de Turquía (1999) y, muy particularmente, a la crisis argentina (2001)

El contagio de la crisis asiática alcanzó al real brasileño en 1999, afectado también por las rivalidades políticas entre los partidos gobernantes (Hernández Cardoso), los salientes (Itamar Franco) y los potenciales entrantes (Lula da Silva). La sobrerreacción (*overshooting*) de la depreciación de la divisa brasileña acabaría por afectar las paridades de poder de compra bilaterales del comercio regional. En par-

HEAD-HUNTING: CANDIDATO A DIRECTOR-GERENTE DEL FMI



El proceso de selección del Director-Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) ha sido una cuestión recurrente desde la creación de la institución en 1944. La voluntad expresada por Rodrigo Rato de dejar el cargo después de las Reuniones Anuales 2007 de las Juntas de Gobernadores del FMI y del Grupo del Banco Mundial abrió un nuevo proceso de selección de candidatos.

El Directorio Ejecutivo del FMI estableció el proceso de selección del nuevo Director-Gerente de la institución internacional en su reunión del 12 de julio de 2007. El período de postulación finalizó el 31 de agosto de 2007.

El perfil de los candidatos debía incluir una trayectoria de alto nivel en la gestión de políticas económicas. Los candidatos debían acreditar un recorrido profesional sobresaliente en que hubieran demostrado unas cualidades diplomáticas y de gestión que les habilitaran para dirigir una institución internacional. Además, el Directorio estableció que los candidatos debían aportar una visión estratégica para el impulso de los objetivos de la institución, así como una capacidad de liderazgo como Jefe de Personal de los más de 2.700 funcionarios del Fondo, caracterizados por una alta cualificación profesional, su compromiso con la institución y una diversidad internacional atestiguada por sus 165 nacionalidades de procedencia. Los candidatos a Director-Gerente del FMI también debían aportar la capacidad de construir

consensos y una eficaz habilidad comunicativa, tanto en las altas responsabilidades atribuidas como Presidente del Directorio Ejecutivo como en su relación con las autoridades económicas de los 185 países miembros.

El Directorio Ejecutivo del FMI estableció como requisito que los candidatos a Director-Gerente tuvieran una nacionalidad perteneciente a cualquiera de sus 185 países miembros, explicitando que el proceso se regiría “sin dar lugar a ninguna preferencia geográfica”. Con dicha aseveración, los 24 miembros del Directorio Ejecutivo quisieron zanjar cualquier especulación sobre la *reserva de cargo* de la posición de Director-Gerente del FMI en favor de un nacional europeo, al tiempo que el *First Deputy* correspondería a un estadounidense.

El 28 de septiembre de 2007, el Directorio Ejecutivo seleccionó a Dominique Strauss-Kahn (Francia) como el nuevo Director-Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), cuyo mandato se ha iniciado el 1 de noviembre de 2007.

Por su parte, el 5 de octubre de 2007, el Ministro de Economía y Hacienda de Italia, Tommaso Padoa-Schioppa, fue elegido sucesor de Gordon Brown al frente de los 24 gobernadores del Comité Monetario y Financiero Internacional, que es el órgano que fija –en sus dos reuniones anuales– la dirección y las prioridades de las políticas del FMI.

EL FMI Y SUS CRÍTICOS

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha sido objeto de críticas externas emitidas por instituciones, gobiernos y académicos desde su creación en la Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods en 1944.

En la propia Conferencia, las delegaciones de la Unión Soviética y sus países alineados participaron en la redacción de los acuerdos finales, pero acabarían rechazando el ingreso en el FMI.

Más tarde, las cláusulas condicionales asociadas a los paquetes de préstamos del FMI en los programas de ajuste estructural implicaban reformas económicas, disciplina fiscal y ajuste de los costes laborales unitarios, por lo que resultaron muy controvertidas para las partes afectadas.

El colapso de los tipos de cambio fijos de Bretton Woods y la crisis económica de los años 1970 cuestionó la adaptación de los objetivos y las funciones del FMI a las nuevas realidades y problemas (*shocks* de oferta, *stagflation*).

En la década de 1980, el incremento de los tipos de interés provocó la aparición y rápida propagación de una crisis de confianza en los tenedores de deuda. La incapacidad de los países para hacer frente a sus servicios de deuda degeneraba en crisis súbitas, que les obligaban a apelar a los recursos del FMI. La imagen del organismo se vio comprometida a consecuencia de las cláusulas condicionales asociadas a los planes de rescate (*bail-out*). Las consultas bilaterales constataron que la restauración de la confianza de los acreedores y los mercados de capitales internacionales era más difícil que la negociación de los programas de ajuste con las autoridades económicas y monetarias de un país miembro.

Jagdish N. Bhagwati (1998) criticó el diseño de políticas y la gestión de la crisis por parte del FMI durante la rápida liberalización de la cuenta de capital y de los mercados financieros en las economías emergentes en los años 90.

En 1994, las críticas llovieron sobre el FMI cuando uno de sus alumnos aventajados, como era México con Carlos Salinas de Gortari, cayó en la crisis del *efecto tequila*. El FMI también fue acusado de no haber anticipado el estallido de la crisis asiática de 1997. La naturaleza opaca del *crony*

capitalism –entramado corporativo (*chaebols*) y sistema bancario– cuestionó las capacidades de los macroeconomistas del FMI para analizar los problemas y diseñar las soluciones de una crisis muy diferente de las convencionales de desequilibrio en la cuenta corriente. Los programas de rescate del FMI fueron acusados de incurrir en *riesgo moral* (*moral hazard*), al proteger a los acreedores privados y a las autoridades políticas de las consecuencias previsibles de sus actuaciones imprudentes.

Las privatizaciones que favorecieron a los oligarcas durante la presidencia de Yeltsin y la crisis de los bonos rusos (1999), la crisis del real brasileño (1999) y, muy particularmente, el colapso argentino (2001) situaron el prestigio y la imagen pública del FMI en los niveles mínimos de su historia. El organismo internacional se vio utilizado como tabla exculpatoria de todos los males.

En este sentido, Martin Feldstein (1998) consideró que el FMI debería evitar que su labor de supervisión durante una crisis cambiaria obligue a los países miembros que le solicitan asesoramiento a realizar reformas estructurales drásticas, a menos que fueran estrictamente necesarias para restaurar la confianza de la comunidad internacional.

La Comisión Meltzer (2000), constituida por el Congreso de los Estados Unidos, emitió un dictamen en que precisaba que “las cláusulas condicionales detalladas de los programas de préstamos habían condenado a los programas del FMI en los últimos años, haciendo que fueran altamente conflictivos, sujetos a negociaciones dilatadas y, a menudo, inefectivos”. Robert Rubin, ex Treasury y Presidente de Citigroup, ha considerado que el FMI está “desbordado por la globalización”. El profesor Paul Krugman también se sumó a las críticas.

Por su parte, Stiglitz (2001) criticó que el FMI utilizara el mismo diagnóstico y recomendaciones para los países desarrollados y las economías emergentes, ya que la “misma talla no sirve para todos”. Así, una política fiscal y/o monetaria expansiva estimula la recuperación de la demanda agregada de economías desarrolladas en recesión. Contrariamente, “los países emergentes en recesión económica deben instrumentar una política fiscal o monetaria restrictiva para proteger sus reservas ante la posibilidad de una crisis de confianza, dado que la

elevada volatilidad de los mercados financieros agrava la contracción de la actividad económica doméstica e internacional”. Las críticas de Stiglitz –que se extendían al comportamiento de los funcionarios del FMI– provocaron una sonada reacción de Kenneth Rogoff, a la sazón Consejero Económico y Director del Departamento de Investigación del FMI.

Las críticas al FMI también han incidido en su trato discriminatorio entre países grandes, habitualmente ajenos a las necesidades de financiación, y los países que deben recurrir a los préstamos del organismo. Dicho trato asimétrico se proyectaría también en los informes de supervisión en función de la relevancia política y económica de los países miembros. Volcker & Gyohten (1992) afirmaron que “cuando el FMI entabla negociaciones con un país pobre y débil, el país se alinea. Cuando las negociaciones son con un país grande y fuerte, el FMI se alinea.”

Los críticos que consideran al FMI como “el brazo internacional del Departamento del Tesoro de Estados Unidos” aseguran que esos paquetes de ayuda están mediatizados por los intereses geoestratégicos de la primera potencia económica mundial. Desde estas posiciones, se considera que las ayudas a Turquía tuvieron que ver con sus relaciones políticas con Estados Unidos. De igual forma, los préstamos que beneficiaron a Pakistán serían una consecuencia de la posición geográfica y diplomática de dicho país en la intervención en Afganistán. Contrariamente, el alejamiento de Argentina de las tensiones geopolíticas de interés para el Departamento de Estado americano se habría traducido en un duro programa de ajuste y reestructuración de su deuda.

El denominado movimiento antiglobalización, bajo el lema de que “otro mundo es posible”, se ha enfrentado a las labores de asesoramiento y asistencia técnica del FMI “por estar imbuidas de un evangélico celo para difundir la magia del mercado y defender los intereses de los acreedores internacionales privados” (Gould (2003)). Las críticas al FMI consideran que las actuaciones del organismo internacional interfieren en la soberanía de sus países miembros, estableciendo prioridades políticas y sociales ajenas a la voluntad de los ciudadanos, tales como el denominado *Consenso de Washington*. Desde estas posiciones ideológicas (Naomi Klein, Ignacio Ramonet, Grupo Attac), que consideran al FMI

la “autoridad moral del capitalismo salvaje”, se llegó a acusar al organismo de amparar regímenes políticos corruptos que violaban los derechos humanos y civiles.

Los gobernantes populistas latinoamericanos (Hugo Chávez (Venezuela), Daniel Ortega (Nicaragua), Evo Morales (Bolivia), Rafael Correa (Ecuador), Cristina Fernández (Argentina)) consideran que el FMI representa los intereses del Departamento de Estado americano. La creación de foros alternativos como el Banco del Sur se orientaría en el afán de restar presencia del FMI/Banco Mundial en América Latina.

Desde una perspectiva técnica, la concesión de préstamos del FMI ha devenido una función menor en un mundo con mercados financieros integrados a escala global. Además, las críticas al FMI han destacado la escasa capacidad coercitiva de la que goza el arsenal de instrumentos del organismo para inducir a sus países miembros al cumplimiento de sus compromisos (*enforcement*). El hecho de que las políticas económicas y financieras, y la capacidad administrativa para implementarlas, sean propiedad (*ownership*) del país miembro resta efectividad a los incentivos y las penalizaciones del FMI. La construcción de consensos políticos y sociales o el horizonte temporal de implementación de un programa de reformas son tareas domésticas sobre las que el organismo no puede tener capacidad de participación. Esta debilidad del FMI se reflejaría en las numerosas renegociaciones de las condiciones originarias de los programas de préstamos por parte de los países deudores, frente a las escasas suspensiones.

Los críticos de las organizaciones económicas internacionales que nacieron ligadas a la II Guerra Mundial consideran que, en la actualidad, adolecen de representatividad. En particular, sospechan que existe un pacto entre Estados Unidos y la Unión Europea para repartirse la dirección del FMI y del Banco Mundial. Ciertamente, la atribución de cuotas y poder de voto ha permitido que el Director-Gerente Rodrigo Rato (España, UE) tenga su sucesor en Dominique Strauss-Kahn (Francia, UE), prosiguiendo con una constante europea que se remonta a la fecha de creación del organismo. De igual forma, siguiendo dicha supuesta tradición no escrita, el 1 de septiembre de 2006, el estadounidense John Lipsky (USA) sucedió a la también estadounidense Anne O. Krueger (USA) como *First Deputy Managing Director* del FMI.

ticular, el gobierno argentino del presidente Menem había luchado con éxito contra la inflación, a través de la caja de convertibilidad (*Currency Board*) diseñada por el ministro Cavallo. El estallido de la crisis argentina provocó una devaluación muy brusca de la paridad peso-dólar, agudizando el pánico bancario (*corralito*) en una economía muy dolarizada. La reestructuración de la deuda soberana argentina introdujo nuevos códigos de conducta en la gestión de la crisis entre prestamistas y prestatarios, con objeto de abreviar el procedimiento y hacerlo más eficiente (coordinación de los acreedores privados a través de cláusulas de acción colectiva, códigos voluntarios entre deudores y acreedores). La reestructuración de la deuda argentina con los acreedores internacionales y el desorden político y social interno afectó directamente al prestigio del FMI, señalado públicamente como la causa de todos los males.

Por su parte, la constitución de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea y la zona euro representaron un hito histórico en la arquitectura financiera internacional. La aparición de *áreas monetarias óptimas* demandaba un nuevo proceso de *aggiornamento* de la labor supervisora del FMI.

Durante la última década, el centro de gravedad de la economía mundial se ha visto profundamente modificado por la rápida aparición e inserción de las economías emergentes asiáticas (China, India) en el comercio internacional, que han obligado a un nuevo proceso de adaptación por parte de las misiones supervisoras del FMI.

En fin, los países pobres altamente endeudados han requerido un asesoramiento que les permita salir de su situación de postración. En este punto, dada la asignación de competencias entre organismos internacionales, la coordinación de las actuaciones del FMI con las ayudas del Banco Mundial y otras instituciones multilaterales deviene imprescindible para alcanzar los objetivos de la lucha contra la pobreza.

**RODRIGO RATO,
DIRECTOR-GERENTE DEL FMI (2004-2007)
EL CICLO ECONÓMICO 2001-2007:
LA “BUENA ESTRELLA” DE RODRIGO RATO
Estados Unidos, China y las economías emergentes**

La década de 1990 alumbró la disrupción tecnológica de Internet. La revolución del *E-business* impulsó un período de crecimiento de la economía de Estados Unidos durante los dos mandatos presidenciales de Bill Clinton.

En el ejercicio 2001, la frustración de las expectativas generadas por un modelo que había aportado “mucho *know-how*, pero poco *cash-flow*” provocaría un brusco ajuste de las cotizaciones del Nasdaq y del resto de mercados bursátiles. Adicionalmente, los escándalos empresariales (Enron, WorldCom, Tyco, Arthur Andersen) sembraron serias dudas entre los inversores y los proveedores sobre la verosimilitud de los balances y las cuentas auditadas por terceros independientes. En fin, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 acabaron con las últimas briznas de confianza existentes sobre las perspectivas de la economía mundial.

Ante la eventualidad de una recesión profunda y dilatada en el tiempo, la Reserva Federal de Estados Unidos redujo el tipo de interés de los fondos federales desde el 6,5% hasta el 1%. Por su parte, el Banco Central Europeo reduciría su tipo de referencia desde el 5,75% hasta el 2%.

Desmintiendo las proyecciones macroeconómicas realizadas, la economía mundial inició un ciclo expansivo que catapultó el ejercicio 2004 hacia la mayor tasa de crecimiento económico de los últimos 30 años. Adicionalmente, la economía global ha registrado una expansión en torno a una media anual del 5% durante el período 2005–2007.

Como si de una Arcadia feliz se tratara, este ciclo de crecimiento de *vino y rosas* de la economía mundial se ha asentado sobre unas tasas de inflación en mínimos históricos. Este control de la inflación mundial se relaciona, entre otros motivos, con la adopción generalizada de autoridades monetarias (Bancos Centrales) independientes de las autoridades políticas, que tienen explícitamente prohibida la monetización de déficit presupuestarios. Por otra parte, las continuas innovaciones tecnológicas en los procesos económicos (fabriles, logísticos) están permitiendo la contención y reducción de los costes unitarios. En fin, la afloración de las economías emergentes (China, India, países del Este europeo) ha globalizado la gestión de aprovisionamiento, que se ha beneficiado de los menores precios de las exportaciones de los países que se están incorporando al comercio internacional.

El ciclo expansivo de la economía mundial, asentado sobre cimientos institucionales sólidos y sin expectativas inflacionistas, se tradujo en la reducción de la aversión al riesgo. Los tipos de interés bajos y unas primas de riesgo muy reducidas impulsaron un *atragantamiento de liquidez* (*global saving glut*, Bernanke *dixit*) que impulsó el crédito y el endeudamiento de las familias y las empresas. Dado que la inflación está sujeta al control de los Bancos Centrales, dicha liquidez se proyectó en el valor de los activos

inmobiliarios y en los índices bursátiles de los países desarrollados (Standard & Poor's 500, DJ Eurostoxx 50, FT100, Ibex 35) y de las economías emergentes (Bovespa, Merval).

Los acontecimientos del año 2001 (caída del Nasdaq, escándalos empresariales, atentados del 11-S) indujeron a la Reserva Federal a reducir su tipo de interés desde el 6,5% hasta el 1% y al Banco Central Europeo (BCE) desde el 5,75% hasta el 2%, alimentando un exceso de liquidez (*global saving glut*) y la expansión del crédito en la economía mundial

La economía de Estados Unidos lideró el crecimiento mundial durante ese período. La expansión del consumo de las familias americanas se asentaba en el aumento de la renta disponible por la generación de empleo, así como en su endeudamiento favorecido por los bajos tipos de interés. La demanda interna también recibió el impulso de la inversión inmobiliaria residencial y del gasto presupuestario. El *global saving glut* había devenido en un *spending & housing glut*. La presión de la demanda interna trasmutó los temores deflacionistas en un rebrote súbito de la inflación a inicios del ejercicio 2004. La Reserva Federal de Alan Greenspan reaccionaría a partir de junio de ese mismo año, cuando las ex-

CURRICULUM VITAE, RODRIGO RATO Y FIGAREDO

A finales de junio de 2007, Rodrigo Rato comunicó al Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) su voluntad de dejar el cargo de *Managing Director* después de las Reuniones Anuales de las Juntas de Gobernadores del FMI y del Grupo del Banco Mundial, que se han celebrado en Washington D.C. entre el 20 y el 22 de octubre de 2007. Rodrigo Rato ha desempeñado el cargo de *Managing Director* y *Chairman* del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) desde el 7 de junio de 2004, después de que el propio Directorio decidiera por consenso su selección, hasta el 31 de octubre de 2007.

Desde mayo de 1986, Rodrigo Rato había desempeñado la Vicepresidencia para Asuntos Económicos y fue Ministro de Economía del Gobierno de España. En su condición de máxima autoridad económica de España, participó como representante español en los Consejos de Gobierno del FMI, del Banco Mundial, del Banco Interamericano para el Desarrollo (BID) y del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD).

Así mismo, en calidad de Ministro de Economía, atendió las reuniones de los Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) de la Unión Europea. Durante la presidencia española de la UE, representó a la Unión Europea en la Reunión de los Ministros de Finanzas del G-7 en Ottawa (Canadá) en el año 2002.

Dado que sus responsabilidades en el Gobierno español incluían las relaciones comerciales exteriores, representó a España en las Reuniones Ministeriales de la Organización Mundial del Comercio (OMC/WTO) en Seattle (USA) en 1999, en Doha (Qatar) en 2001 y en Cancún (México) en 2003.

Rodrigo Rato fue parlamentario en el Congreso de los Diputados de España en las legislaturas comprendidas entre el año 1982 y el año 2004.

En relación con su formación académica, Rodrigo Rato obtuvo la Licenciatura en Derecho (UCM, Madrid) en 1971. Posteriormente, en 1974, se graduó como *Master on Business Administration (MBA)* por la *University of California at Berkeley*. En 2003, Rodrigo Rato alcanzó el grado de Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid.

Rodrigo Rato nació en Madrid (España) el 18 de marzo de 1949.



pectativas inflacionistas ya se habían consolidado entre los agentes económicos. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) inició a partir de entonces una secuencia de aumentos del tipo de interés de los Fondos Federales, a razón de 25 puntos básicos durante 17 reuniones consecutivas. Dado que la política monetaria restrictiva iba a remolque de la inflación, el tipo de interés básico se elevó hasta la cota del 5,25%. Simultáneamente, el incremento del gasto público y las reformas impositivas generaron un déficit fiscal. Por su parte, la fortaleza de la demanda estadounidense también se filtró hacia un aumento de las importaciones, provocando un déficit comercial enorme en la balanza de pagos de la mayor economía del mundo. Dada la baja tasa de ahorro estadounidense, la economía americana ha financiado su déficit fiscal y su déficit por cuenta corriente a través del recurso a la financiación exterior, habiéndose convertido en el mayor acreedor de los mercados internacionales de capitales. No obstante, el *irresistible atractivo* de los activos estadounidenses ha conseguido captar diariamente una media de más de 2.500 millones de dólares durante los pasados ejercicios. Los inversores del resto del mundo tienen en cartera unos volúmenes de deuda pública americana que han alcanzado niveles históricos.

El segundo motor de la economía mundial han sido las economías emergentes (China, India, etc.), que han registrado tasas de crecimiento muy significativas. En particular, la economía china ha crecido a tasas de dos dígitos, impulsada por los flujos de inversión extranjera directa y su correspondiente base exportadora. El crecimiento chino se ha apoyado en un nivel salarial y un modelo de relaciones laborales favorables, así como en un tipo de cambio depreciado del yuan (renminbi). En consecuencia, las reservas de divisas de China se encaminan rápidamente hacia el billón y medio de dólares, posibilitando la importación de materias primas (petróleo, metales, soja) que demanda su crecimiento. Además, en una tercera parte, las reservas de China financian la suscripción de *Treasury Bills* y otros activos denominados en dólares, con objeto de mantener alta la cotización de la divisa en que la economía china comercializa sus productos de exportación.

El ciclo económico expansivo ha abierto ventanas de oportunidad a las regiones del mundo exportadoras de materias primas. Así, Oriente Medio y Rusia han alimentado el crecimiento mundial mediante el suministro de la energía primaria de su subsuelo (petróleo, gas). De esta forma, los países de

la región de Oriente Medio (Arabia Saudita, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, Qatar) han acumulado ingentes reservas de divisas que, parcialmente, también se han recirculado hacia Estados Unidos.

América Latina ha aprovechado también el ciclo expansivo de la economía mundial. Su posición exterior ha mejorado gracias a la acumulación de significativos volúmenes de reservas de divisas, proporcionada por sus exportaciones de materias primas (petróleo de Venezuela, cobre de Chile, soja de Argentina, metales de Perú, gas de Bolivia). Estas reservas de divisas protegen a la región de *shocks* externos y refuerzan sus balanzas de cuenta corriente, dejando atrás sus recurrentes problemas de vulnerabilidad a corto plazo. Además, la mayor flexibilidad de sus regímenes cambiarios y la reducción de sus desequilibrios presupuestarios inciden favorablemente en el riesgo subyacente asociado a su endeudamiento público externo. En fin, las reservas de divisas de la región latinoamericana también se han colocado parcialmente en activos financieros e inmobiliarios en Estados Unidos.

Así pues, los enormes *twin deficits* (fiscal y de cuenta corriente) americanos han encontrado una financiación abundante y barata en el mar de liquidez (*global saving glut*) de la economía mundial durante los pasados ejercicios.

A lo largo del ciclo económico 2001-2007, la economía japonesa ha seguido inmersa en unos círculos concéntricos (*odoriba*) en que cayera tras el estallido de sus burbujas bursátil e inmobiliaria en la década de los años 90. Los indicios de recuperación y salida de la deflación, que condujeron a sendos incrementos del tipo de interés por el Banco de Japón, se han visto frustrados y agravados con los cambios en el ámbito político. La coyuntura de un yen depreciado y un tipo de interés bajo ha generado amplios movimientos de arbitraje (*carry trades*) con otras monedas (dólar australiano, dólar neozelandés, libra esterlina).

En la Unión Europea, el ciclo económico 2001-2007 se ha caracterizado por el estancamiento de las economías centrales de la zona euro (Alemania, Francia e Italia). El Banco Central Europeo se vio compelido a prolongar la política monetaria expansiva mediante el mantenimiento de su tipo de interés del 2% hasta diciembre de 2005. Simultáneamente, la asimetría todavía existente en la economía europea se confirmó con el crecimiento significativo de países como España e Irlanda. No obstante, la economía de Alemania ya ha registrado claros signos de recuperación en el consumo y la inversión, que se

suman a una potencia exportadora que ha batido sus récords históricos a pesar de tener una demanda doméstica estanca y un euro apreciado.

El ciclo económico expansivo 2001-2007 ha sido liderado por Estados Unidos (consumo de las familias, inversión residencial, importaciones, gasto público) y por las economías emergentes (China, India). Las exportaciones de materias primas han generado grandes reservas de divisas en Oriente Medio y América Latina. En cambio, Japón y la Unión Europea han tenido registros económicos modestos

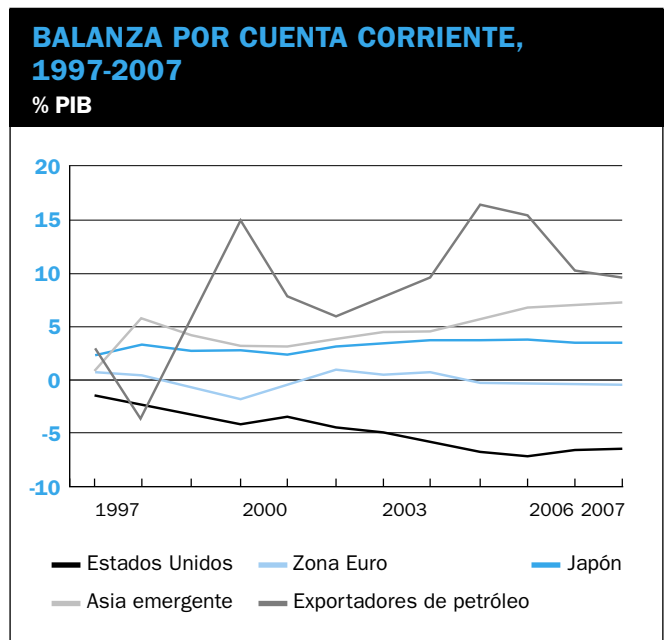
Desequilibrios globales y riesgos de ajuste

Este panorama de crecimiento global robusto ha ido acumulando un conjunto de desequilibrios, vulnerabilidades y riesgos que amenazan con ajustes más o menos bruscos en caso de que no se realice su reconducción de forma ordenada hacia sendas de equilibrio:

1. El déficit público de Estados Unidos requiere una financiación del resto del mundo, hasta que la Oficina Presupuestaria de USA consiga llevar las cuentas públicas hacia el equilibrio y la consolidación fiscal en 2012. El Gobierno debería apoyar el ajuste con la reducción del gasto e in-

centivos fiscales al ahorro. Simultáneamente, la debilidad del dólar debería contribuir a reducir el déficit por cuenta corriente, estimado en 848.000 millones (6,4% del PIB) de dólares en 2006. Una mayor eficiencia energética también ayudaría a reducir la adicción al petróleo importado de la economía americana. La sostenibilidad del déficit por cuenta corriente estadounidense depende críticamente de la voluntad de los tenedores del resto del mundo –mayoritariamente privados– de seguir suscribiendo sus activos de deuda denominados en dólares. Un retraimiento de los inversores presionaría al dólar hacia niveles de mayor depreciación y sometería a una fuerte tensión al tipo de interés de las emisiones de deuda que financian el déficit público americano. En particular, la colaboración entre el Departamento del Tesoro de USA y las autoridades económicas chinas constituyen una de las claves de bóveda del ajuste a medio plazo. Estados Unidos desea una revaluación del yuan chino, con objeto de reducir su déficit comercial bilateral, pero debe tener en cuenta que China financia sus desequilibrios fiscal y por cuenta corriente.

2. El *People's Bank of China* ve constreñida su política monetaria a escasos grados de libertad en la consecución de los objetivos domésticos, dado que su modelo de crecimiento se basa en masivas entradas de liquidez vía inversiones extranjeras directas y exportaciones. La dificultad de esterilización de dichos flujos se traduce en una inflación al alza y en la necesidad de reiterados aumentos del tipo de interés, que ahogarán a medio plazo el crecimiento. China debe emprender la flexibilización del tipo de cambio para la reconducción de su equilibrio externo, pero una apreciación súbita del tipo de cambio del yuan reduciría de forma drástica la competitividad exportadora de las provincias costeras chinas. La coyuntura económica china está viviendo un recalentamiento en términos de inflación y de *boom* de la bolsa de Shanghai, como reflejan las salidas a bolsa (IPO) de una parte del capital de algunos bancos y empresas. El XVII Congreso del Partido Comunista Chino (octubre de 2007) parece apuntar hacia cambios evolutivos, pero radicales, del actual modelo de crecimiento chino (IED y exportaciones). El nuevo modelo perseguirá un impulso del consumo y la renta de las familias, así como un desarrollo territorialmente equilibrado entre las provincias costeras y las rurales del interior. En general, las economías emergentes asiáticas adolecen todavía de sistemas bancarios poco sólidos y transparentes, así como de regímenes cambiarios escasamente flexibles, que las hace más vulnerables ante la globalización de los movimientos de capitales.



FUENTE: FMI



capitales poco desarrollados en comparación a Estados Unidos. Las autoridades políticas europeas están incorporando el escenario de aumento de la esperanza de vida y del envejecimiento de la población a sus sistemas de pensiones y de salud. La elevada presión impositiva sobre las actividades económicas en Europa garantiza el modelo de cohesión social, pero atenaza sus ventajas competitivas en una economía integrada a escala global.

El crecimiento económico mundial se ha asentado sobre crecientes desequilibrios globales: déficit fiscal y por cuenta corriente en Estados Unidos, paridad euro-dólar, tipos de cambio depreciados y acumulación de reservas de divisas en China y Japón, precios elevados de las materias primas y, en fin, la restricción del crédito provocada por la crisis hipotecaria *subprime* en Estados Unidos

3. La economía japonesa ha frustrado sus indicios de recuperación. El gobierno nipón ha iniciado la reforma de la *Japan Post*, pero enfrenta con dificultad las reformas orientadas a una mejora de los márgenes y la solidez del conjunto del sistema bancario, la reestructuración corporativa y la reducción del endeudamiento de los *keiretsus* y de sus empresas públicas, la apertura a la inversión extranjera directa, la introducción de mayor competencia en la distribución minorista y otros sectores protegidos, la desburocratización de su Administración pública, la consolidación presupuestaria y la flexibilización de su mercado de trabajo. Este panorama económico sigue reflejándose en un yen depreciado y el tipo de interés muy bajo, generando fuertes movimientos de arbitraje (*carry trades*). En una perspectiva más amplia, el gobierno y la sociedad japonesa están preguntándose sobre su capacidad de adaptación a los nuevos retos globales (perspectiva de brusca caída demográfica, debida a la caída de la natalidad por la independencia laboral de la mujer, por el rechazo ante la inmigración y el abandono de los valores tradicionales por parte de la juventud).
4. El euro está soportando con su apreciación el necesario ajuste del dólar, debido a la situación de un yen depreciado por el estancamiento de la economía japonesa y la prudencia de las autoridades chinas en relación con el tipo de cambio del yuan. A medio y largo plazo, la economía europea adolece de un mercado de trabajo rígido, así como de una escasa integración bancaria y de unos mercados de
5. Los precios de las materias primas se han incrementado durante el ciclo expansivo de la economía mundial. Los productos derivados de las energías fósiles primarias (petróleo, gas, carbón) han sido objeto de una fuerte demanda, debido a su correlación con el comportamiento expansivo del ciclo en Estados Unidos, China y los países emergentes. Dicha presión de demanda ha coincidido con estrangulamientos estructurales por parte de la oferta, debido a los bajos niveles de prospección y exploración realizados desde 1986, así como a un conjunto de circunstancias coyunturales (inestabilidad geopolítica (Irak, Cáucaso), huracanes Rita y Katrina (Golfo de México), conflicto en el Delta del Níger (Nigeria) y caso Yukos (Rusia)). Por su parte, la intensidad de la demanda de materias primas también ha presionado al alza las cotizaciones de los metales (acero, níquel, cobre) y de productos agrícolas (trigo, maíz, soja). En este punto, el fuerte desarrollo que están registrando los biocombustibles (bioetanol, biodiesel) ha añadido intensidad por el lado de la demanda, coincidiendo con malas cosechas en Australia, Texas y Ucrania. Las altas cotizaciones en los mercados de futuros incentivarán el aumento de la oferta de materias primas, aunque se requiere un lapso temporal para que presione los precios a la baja.
6. Los bajos niveles de los tipos de interés durante los ejercicios 2002-2004 generaron un exceso de liquidez mundial que se trasladó, vía mecanismos de crédito, hacia los mercados bursátiles e inmobiliarios. Las innovaciones financieras del sistema bancario y de los mercados de capitales permitie-

ron ampliar la canalización del ahorro global hacia el crédito hipotecario de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos. La titulación de dichos créditos a través de productos financieros estructurados –respaldados por el aumento del valor de los activos inmobiliarios y el *rating* de las agencias calificadoras– transmitió y diversificó el riesgo hacia una pléyade de inversores de todo el mundo. Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) suscribieron aquellos activos estructurados ilíquidos, opacos y de largo plazo (*Collateralized Debt Obligation* (CDO)), que financiaron mediante la colocación de papel comercial entre fondos de pensiones, tesorerías y sociedades instrumentales de inversión. Los aumentos de los tipos de interés por parte de los Bancos Centrales han revelado la inviabilidad de las hipotecas *subprime*, particularmente las concedidas a tipo variable ajustable. La morosidad y las ejecuciones hipotecarias han impulsado el cambio de signo en el precio, las ventas y el número de viviendas iniciadas. La desconfianza de los inversores y su huida hacia activos de calidad han tensionado los mercados interbancarios y de crédito. Algunas entidades originadoras y *hedge funds* se han declarado en quiebra, y las pérdidas de las sociedades instrumentales se han reconducido hacia los balances bancarios. La traslación de estas turbulencias al consumo y al empleo está poniendo a prueba la continuidad del ciclo expansivo de la economía mundial.

7. Las negociaciones multilaterales de la Ronda Doha del Desarrollo (Organización Mundial de Comercio) están prácticamente estancadas desde la reunión de Hong Kong en diciembre de 2005. Las discrepancias entre Estados Unidos y la Unión Europea con otros países (Brasil, India) a cuenta de la reforma del proteccionismo agrario y de la apertura de mercados (productos industriales, servicios, contratos públicos) atenazan los beneficios potenciales de una mayor expansión del comercio internacional. Adicionalmente, algunas negociaciones específicas (banano, propiedad industrial, Boeing/Airbus) constituyen contenciosos generadores de potenciales guerras comerciales.
8. En fin, la inestabilidad en Oriente Medio (particularmente, el enriquecimiento de uranio en Irán), las amenazas del terrorismo internacional, los temores a la expansión de pandemias (crisis aviar, sars, sida), el aumento de la población socialmente dependiente (envejecimiento) y sus requerimientos, el abandono de los hábitos saludables y de la medicina preventiva por parte de la población, el calentamiento global y el eventual cambio climático, son espadas de Damocles que se ciernen sobre los escenarios mundiales a corto, medio y largo plazo.

LA NUEVA ESTRATEGIA A MEDIO PLAZO DEL FMI: DE GENDARME A COACHING DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El legado del Director-Gerente Rodrigo Rato

El ciclo económico mundial expansivo ha favorecido las posiciones de las balanzas de pagos y ha reducido la vulnerabilidad de las economías de los países miembros del FMI. Durante el período 2004-2007, la labor de este organismo internacional no ha tenido que centrarse en la concesión de paquetes financieros de rescate a sus países miembros, como había sido habitual en las crisis recurrentes del pasado. Esta circunstancia ha reducido su exposición a la controversia, facilitando una evaluación estratégica de la misión, las funciones y las prioridades del FMI y su proyección al futuro.

El Director-Gerente Rodrigo Rato se propuso, desde la misma asunción de su cargo el 7 de junio de 2004, poner todavía un mayor énfasis en el papel del FMI como un organismo internacional de asesoramiento, promotor de la estabilidad financiera internacional y catalizador del crecimiento económico sostenido. Estas ideas se plasmaron en una propuesta de revisión de las funciones de la institución, que fueron tomando cuerpo ya desde mediados del ejercicio 2004. El Director-Gerente presentó un informe con la propuesta de reforma en las Reunio-



Rodrigo Rato, Director-Gerente FMI (2004-2007)

nes Anuales del FMI celebradas en septiembre de 2005 y puso el documento pertinente a consideración del Comité Monetario y Financiero Internacional en abril de 2006. La propuesta de reforma ha abierto un animado debate, tanto interno en el seno del FMI, como entre observadores y analistas externos.

La nueva Estrategia a Medio Plazo del FMI (*IMF's Medium-Term Strategy (MTS)*) impulsada por Rodrigo Rato constituye un ambicioso programa de transformación, modernización y adaptación pro-activa de la institución a las realidades y los retos económicos globales del siglo XXI.

Rodrigo Rato, Director-Gerente del FMI (2004-2007), ha impulsado una Estrategia a Medio Plazo (MTS) que se orienta a la adaptación pro-activa de la misión, las funciones y las prioridades del organismo a las realidades y los retos del siglo XXI, tanto en el ámbito de la supervisión, la asistencia financiera y el asesoramiento técnico, como en materia de mejores prácticas de gestión y representatividad y poder de voto de los países miembros

Esta nueva Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI abarca un conjunto de reformas en profundidad que inciden en los ámbitos de competencia del organismo, desde las cuestiones más tradicionales de supervisión (*surveillance*) para la prevención de crisis, asistencia financiera y concesión de préstamos (*lending*), pasando por las de asesoramiento técnico y en materia de códigos y normas, hasta las más recientes de gestión y gobernabilidad de la política económica de sus países miembros y del propio FMI (*governance*). En este último punto, la agenda incluye la negociación de las nuevas cuotas, la representación y el poder de voto de los países miembros, así como los requisitos para el ingreso en el FMI exigibles a los nuevos países candidatos.

Además, la nueva Estrategia a Medio Plazo (MTS) amplía las funciones del FMI hacia ámbitos tales como el alivio de los países pobres altamente endeudados, la colaboración con las iniciativas internacionales contra el lavado de dinero y el control de la financiación de actividades terroristas, entre otros. En estas áreas, el FMI se abre a una mayor cooperación con el Grupo del Banco Mundial, el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Organización Mundial del Comercio (OMC) y otras instituciones y organismos multilaterales y regionales.

El nuevo marco de la supervisión bilateral: Clearer Goals, Better Advice, Better Delivery

La nueva Estrategia de Medio Plazo (MTS) impulsada por Rodrigo Rato se orienta, muy particularmente, hacia una profunda revisión integral y puesta al día del marco de la supervisión bilateral del FMI.

El 15 de junio de 2007, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó una *Decisión sobre un nuevo marco para la Supervisión Bilateral (Decisión 2007)*, que sustituye a la que ha regido desde 1977. La nueva *Decisión 2007* es la primera declaración integral del FMI sobre las mejores prácticas en materia de política de supervisión y tiene un alcance más amplio que su precedente.

La *Decisión 2007* está definida por los siguientes puntos:

a. CLEARER GOALS: Objetivos explicitados claramente. La concreción pública de una *Agenda de objetivos* perseguidos por la supervisión (*Surveillance Agenda*) facilita el establecimiento y la focalización de prioridades, al tiempo que posibilitará la rendición de cuentas mediante una evaluación posterior de la efectividad de su consecución (*Effectiveness, Accountability*).

Además, la clarificación de objetivos incentiva a las instituciones y los agentes económicos del país a alinear sus estrategias privadas con los objetivos de interés general y posibilita un seguimiento y monitoreo del proceso. De hecho, las consultas bilaterales de los funcionarios del FMI incluyen habitualmente la interlocución con los legisladores, las asociaciones empresariales representativas, la sociedad civil y los medios de comunicación social. El desarrollo de estas ideas puede concretarse en un Plan de Trabajo (*Work Plan*) con el establecimiento de horizontes temporales y la asignación de responsabilidades bien definidas.

La *Decisión 2007* en materia de política de tipo de cambio establece los siguientes principios y recomendaciones a sus países miembros:

- 1.** Abstenerse de manipular los tipos de cambio, con la intención de generar ventajas competitivas desleales o de evitar un ajuste de su balanza de pagos.
- 2.** Intervenir en el mercado cambiario para contrarrestar perturbaciones a corto plazo sobre su tipo de cambio.
- 3.** Tener en cuenta las consecuencias de sus intervenciones en los mercados cambiarios sobre las economías y las divisas de terceros países.
- 4.** Evitar políticas cambiarias que perturben la estabilidad externa.

La nueva *Decisión 2007 sobre Supervisión Bilateral* reafirma el principio ya establecido en el Artículo IV del Convenio Constitutivo relativo a la *manipulación de tipos de cambio*. Un Anexo de la *Decisión 2007* aclara el significado y alcance de la *manipulación desleal del tipo de cambio*, con el objetivo de incrementar las exportaciones netas. Esta circunstancia se hace especialmente relevante en los casos en que un país miembro expresa públicamente una acusación de *manipulación de tipo de cambio* orientada a la obtención y mantenimiento de ventajas competitivas. En este punto, cabe recordar la iniciativa impulsada en la Cámara de Representantes de Estados Unidos por parte del congresista demócrata Tim Ryan y del republicano Duncan Hunter, que clamaron en favor de una declaración condenatoria de *manipulación cambiaria* del yuan por parte de las autoridades económicas de la República Popular China.

La nueva Decisión 2007 sobre Supervisión Bilateral sustituye a la que ha estado vigente durante los últimos 30 años. El Director-Gerente Rodrigo Rato ha reformado en profundidad la labor supervisora del FMI, ampliando los ámbitos de asesoramiento económico y financiero que presta a sus 185 países miembros



Así pues, la *Decisión sobre un nuevo marco para la Supervisión Bilateral (Decisión 2007)* determina la compatibilidad o incompatibilidad de las políticas de tipo de cambio de cada país miembro. Los países miembros deben abstenerse de aplicar políticas cambiarias que generen inestabilidad a terceros países o al conjunto de la economía global, aun aduciendo la persecución de objetivos internos de política económica. Los objetivos acordados en la supervisión bilateral (política de tipo de cambio) tienen que estar alineados con los objetivos de la supervisión multilateral del Fondo (estabilidad global del sistema de tipos de cambio y del sistema monetario y financiero internacional).

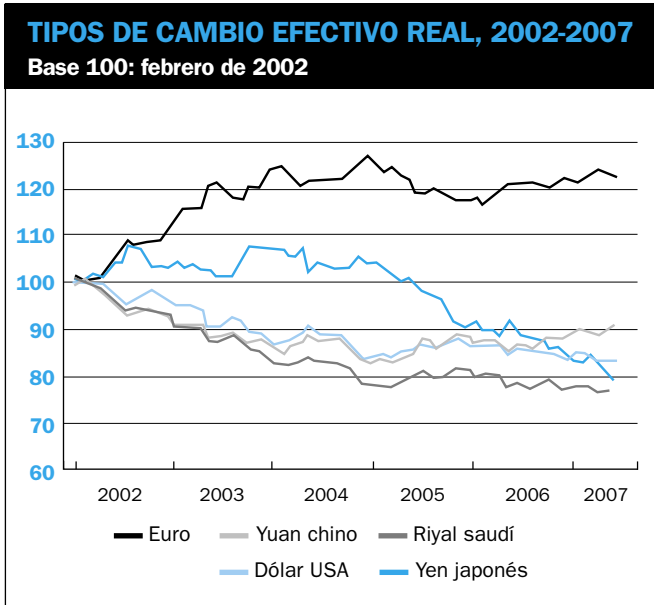
La *Decisión sobre el nuevo marco de la Supervisión*, aprobada en junio de 2007, ha revisado los indicadores de evaluación que activan un examen más exhaustivo del FMI, pudiendo abrir un período de consultas con el país miembro. El proceso de actualización de estos indicadores ha incorporado la trascendencia adquirida por los movimientos internacionales de capitales.

La *Decisión 2007 sobre Supervisión Bilateral* establece el siguiente sistema de indicadores:

1. Intervención persistente, unidireccional y a gran escala en el mercado de divisas.

2. Préstamos oficiales asociados a altos e insostenibles riesgos de liquidez, o acumulación excesiva y prolongada de activos externos.
3. Creación de incentivos o el mantenimiento de restricciones prolongadas a los pagos por transacciones corrientes y/o a las entradas y salidas de capitales.
4. Políticas monetarias y financieras que afecten los flujos de capitales.
5. Desalineación fundamental del tipo de cambio.
6. Desequilibrios de la balanza por cuenta corriente a largo plazo.
7. Vulnerabilidad del equilibrio externo y riesgo de liquidez derivados de los flujos privados de capital.

Así pues, la *Decisión 2007 sobre Supervisión Bilateral* ha señalado la *desalineación fundamental del tipo de cambio* como un indicador de potenciales desequilibrios externos y de riesgo de ajuste cambiario. El tipo de cambio se considera desalineado cuando el tipo de cambio efectivo real presenta una desviación significativa respecto al nivel de equilibrio que se correspondería con una balanza por cuenta corriente subyacente equilibrada. En tal situación, la consulta bilateral del FMI con las autoridades del país miembro debe evaluar la aplicación de



FUENTE: FMI

medidas tales como las mejoras de eficiencia en la asignación de recursos y la corrección de políticas internas y de tipo de cambio insostenibles a medio plazo.

Los nuevos principios y recomendaciones de la supervisión, impulsados por el Director-Gerente Rodrigo Rato, se orientan hacia la estabilidad externa de las balanzas de pagos. El FMI deberá evaluar la existencia de desalineación fundamental del tipo de cambio y de manipulación cambiaria por parte de las autoridades económicas de los países miembros

El nuevo marco de supervisión aprobado a instancias del Director-Gerente Rodrigo Rato concede especial atención a la *estabilidad externa* de las balanzas de pagos de sus países miembros. En este sentido, el concepto *estabilidad externa* se define como aquella posición de equilibrio de los intercambios y flujos exteriores que no genera perturbaciones y riesgos de ajuste en los tipos de cambio. La *estabilidad externa* se sustenta en una cuenta corriente subyacente equilibrada (ajustada de factores coyunturales tales como fluctuaciones cíclicas o *shocks* transitorios) y unas cuentas de capital y financiera que no acumulen riesgos de salidas de capitales súbitas debido a la vulnerabilidad de los fundamentos económicos del país miembro. El nuevo marco de supervisión reitera la posición de FMI relativa a que la *estabilidad externa*

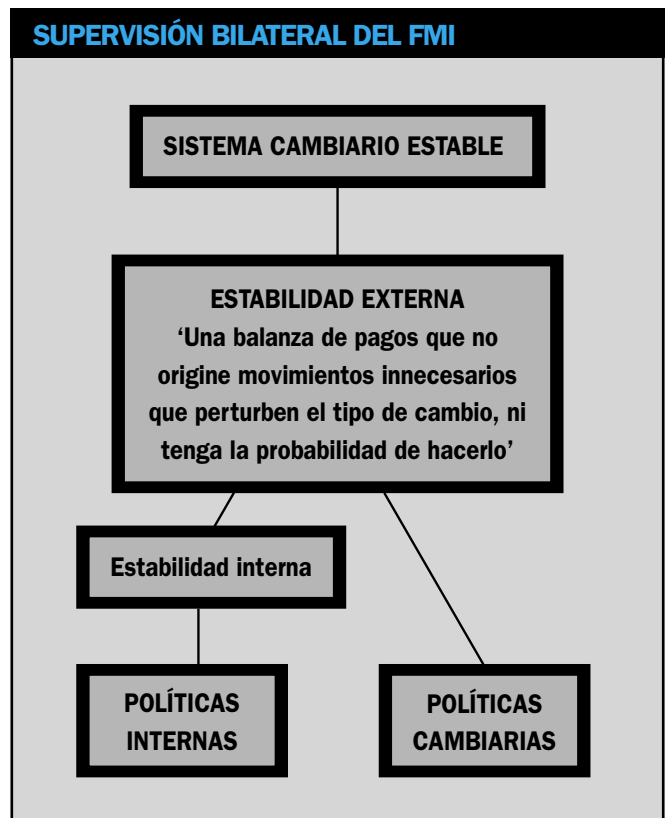
se fundamenta en una política económica doméstica que persiga el amplio abanico de objetivos que define un equilibrio interno estable.

De cara al futuro próximo, el FMI enfrenta el reto de delimitar con claridad y precisión los conceptos de *estabilidad externa compatible con la estabilidad global* y de *desalineación significativa del tipo de cambio*, con objeto de que el nuevo marco de supervisión sea operativo.

b. *BETTER ADVICE*: asesoramiento experto y de calidad.

La Oficina de Evaluación Independiente (*Independent Evaluation Office (IEO)*) del FMI advirtió algunas ineficiencias importantes en el análisis y la supervisión de las políticas de tipos de cambio realizadas por el organismo en el período 1999-2005.

A partir de dicha evaluación, la Estrategia de Medio Plazo (MTS) impulsada por el Director-Gerente Rodrigo Rato aboga por una aproximación analítica multilateral a las consecuencias de las políticas y los regímenes cambiarios, así



FUENTE: FMI

como el desarrollo de instrumentos que permitan conducir los tipos de cambio hacia una senda compatible con el equilibrio interno y externo.

Ahora bien, la reforma de la Supervisión Bilateral se extiende más allá del asesoramiento tradicional en términos de políticas de tipo de cambio. Las experiencias derivadas del volumen y la rapidez con que fluyeron los movimientos de capitales en la crisis mexicana (1994), en la crisis asiática (1997-98), en la crisis rusa (1998), en la crisis del real brasileño (1999) y en la crisis argentina (2001) obligaron al FMI a un mejor conocimiento y tratamiento de los efectos tras-fronterizos de las crisis domésticas o de ámbito regional, que contagiaron las economías de otros países y regiones (*cross-country spillovers*).

De igual forma, las crisis en la cuenta financiera de la balanza de pagos —a diferencia de las de cuenta corriente habituales hace décadas— inciden en la solvencia del sistema financiero doméstico, por lo que el asesoramiento y la asistencia del FMI ha debido extenderse desde el ámbito macroeconómico a la supervisión de la vulnerabilidad del sistema bancario del país miembro. Esta supervisión bancaria por parte del FMI se realiza desde una perspectiva sistémica, en estrecha colaboración con la realizada por el organismo nacional encargado de la supervisión de las cuentas y el balance de cada entidad bancaria en particular. En este punto, en el marco del Artículo IV, cabe reseñar la implementación del Programa de Evaluación del Sector Financiero (*Financial Sector Assessment Program, FSAP*) por parte del FMI/Banco Mundial.

Este Programa dedica una especial atención al marco regulador y de supervisión de la solvencia de los sistemas bancarios y a la vulnerabilidad de los mercados de capitales de las economías emergentes. Así pues, la nueva Supervisión Bilateral del FMI quiere enfatizar el análisis y seguimiento de los países emergentes, dada la especial exposición de su competitividad comercial a las turbulencias de la economía internacional. La diversidad de economías emergentes hace patente la complejidad del rango de requerimientos de supervisión y asesoramiento que debe atender la nueva Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI.

c. BETTER DELIVERY: Procedimientos más adecuados de puesta a disposición de la labor supervisora.

La Supervisión Bilateral del FMI se realiza mediante reuniones de alto nivel con las autoridades económicas del país miembro. Las misiones supervisoras tienen carácter periódico, generalmente anual, concluyendo con la redacción de un

Informe Final. La Estrategia a Medio Plazo (MTS) aboga por la comunicación de la labor supervisora a las instituciones y a los ciudadanos en general. Durante el ejercicio 2006, los países miembros publicaron voluntariamente un total de 122 informes de supervisión, del total de 128 consultas realizadas por el FMI. Esta información pública coadyuva a la generación y difusión de unos mayores niveles de confianza en los mercados financieros internacionales, reduciendo la incertidumbre y la volatilidad de las economías emergentes.

Supervisión bilateral/multilateral: más vale prevenir que curar

La Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI en materia de supervisión, que ha impulsado el Director-Gerente Rodrigo Rato, persigue su adaptación al nuevo entorno geopolítico, económico, social y tecnológico de inicios del siglo XXI.

Este nuevo modelo se caracteriza por la introducción de las mejores prácticas de supervisión, que contribuyan a la mejora de su calidad a través de los siguientes principios:

- a. Más vale prevenir que curar.** La gestión de una política económica que prevenga la acumulación de desequilibrios (presupuestarios, inflacionistas, de balanza de pagos) garantizará un crecimiento sostenido a largo plazo. La supervisión preventiva se orienta a evitar la aparición y estallido de crisis monetarias y financieras, así como su propagación hacia terceros países o al conjunto de la economía mundial. Por tanto, la supervisión debe adoptar una perspectiva de medio plazo. El FMI asume la responsabilidad de informar anticipadamente a la comunidad internacional de la aparición de desequilibrios y posibilidades de riesgos de ajuste, tanto a escala global o regional, como en relación con las consultas bilaterales con los países miembros. La experiencia pasada del FMI constata que los programas *ex-post* de ajuste estructural para corregir los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente exigieron grandes sacrificios sociales.
- b. Persuasión, antes que penalización.** La labor supervisora potenciará la persuasión a través del diálogo y la colaboración entre los funcionarios del FMI y las autoridades económicas de los países miembros. La experiencia histórica del FMI ha revelado que la predisposición y capacidad de un país para llevar a cabo un plan de reformas requiere un consenso político y social. La preeminencia de la persuasión en detrimento de la penalización ha cuestionado la eficacia a largo plazo de la labor supervisora, al postergar a un segundo plano el mecanismo de

penalización para reforzar los incentivos al cumplimiento de los compromisos acordados. Los procedimientos de las misiones del FMI en esa tarea son ahora más sutiles que lo fueran en el pasado.

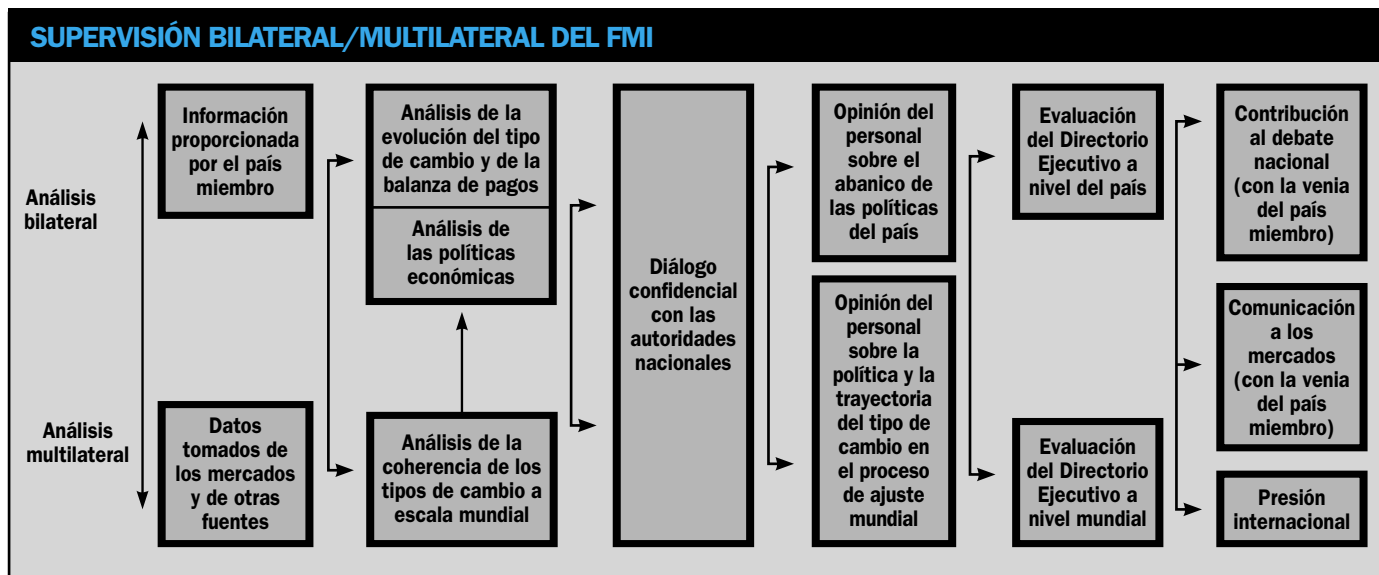
- c. Imparcialidad y trato equitativo, no discriminatorio, con los distintos países miembros. La Estrategia a Medio Plazo (MTS) aboga por una labor supervisora que no venga determinada por las realidades geopolíticas y los intereses geoestratégicos de sus países miembros. La emisión de informes ha de ser clara y franca, independientemente del grado de desarrollo y relevancia de la economía del país miembro objeto de supervisión.
- d. Integración y alineamiento preceptivos de la Supervisión Bilateral con la Supervisión Multilateral. La consulta con un país miembro debe realizarse teniendo en consideración los efectos del entorno global sobre su economía doméstica, al tiempo que se evalúa la incidencia de su política económica sobre la estabilidad monetaria y financiera internacional.
- e. Complementariedad con la labor de otras instituciones y organismos internacionales. La expansión del comercio internacional y la mayor complejidad de los mercados financieros internacionales hacen más necesaria dicha colaboración multilateral. La proliferación de organismos e instituciones a escala global, y particularmente regional, recomiendan la coordinación de sus funciones (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), Banco Interamericano de desarrollo (BID), etc.).

Las misiones de supervisión del FMI se rigen por unas nuevas directrices: prevención de las crisis, persuasión de las autoridades económicas, ajuste y financiación contingente de los desequilibrios, trato equitativo a los distintos países miembros, alineamiento del asesoramiento bilateral con los objetivos multilaterales y, finalmente, cooperación con otros organismos internacionales y regionales

Asistencia financiera y moral hazard

La Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI vuelca sus esfuerzos en un reforzamiento de la supervisión preventiva de las políticas macroeconómicas (fiscal, monetaria), con objeto de evitar la aparición de desequilibrios y vulnerabilidades que provocan disrupciones y ajustes bruscos. No obstante, a pesar de dicha prioridad, este nuevo planteamiento no puede eludir la necesidad de afrontar la resolución de las crisis y turbulencias, que sufren tanto la economía global como los países miembros. En tal caso, la asistencia financiera del FMI puede acomodar el impacto a corto plazo del ajuste, con objeto de restaurar la confianza de los mercados financieros internacionales.

La Oficina de Evaluación Independiente (IEO) del FMI ha realizado evaluaciones sobre los Programas de Asistencia Financiera a Indonesia, Corea, Brasil y Argentina, que constituyen lecciones aprendidas para el futuro.



FUENTE: FMI

A partir de estas experiencias y de los nuevos criterios establecidos por la Estrategia a Medio Plazo (MTS), la función de asistencia financiera del FMI se rige en la actualidad por los siguientes elementos:

1. Definición clara de los criterios requeridos para el acceso a la financiación del Fondo, en situaciones que no incluyan crisis originadas por los flujos de capital.
2. Financiación contingente a países miembros con una política macroeconómica estable y deuda sostenible, pero con vulnerabilidad exterior.
3. Apoyo a la constitución de reservas de divisas mancomunadas a escala regional.
4. Resolución de las crisis que incluyen una reestructuración de la deuda y el atraso de los pagos. La concesión de préstamos del FMI está condicionada a la liquidación de estos atrasos en los pagos de la deuda externa. La financiación en situaciones de reestructuración de la deuda depende de la conclusión de un acuerdo entre el FMI y el país miembro sobre el marco macroeconómico y un paquete fiscal a medio plazo.

La reducción del número y el volumen de Programas de Asistencia Financiera solicitados por los países miembros durante los últimos ejercicios representa un éxito para el FMI. Así, por ejemplo, Rusia completó el 31 de enero de 2005 el pago anticipado de sus obligaciones con el FMI, que habían sido aprobadas por el Directorio Ejecutivo en marzo de 1996 con un horizonte de vencimiento de 2008. Por su parte, Brasil anunció el 13 de diciembre de 2005 su intención de saldar anticipadamente la totalidad de sus obligaciones con el FMI. De forma subsiguiente, Argentina hizo lo propio el 15 de diciembre de 2005.

Asistencia técnica: reformas institucionales y desarrollo

Desde su creación en 1944, el FMI ha prestado asesoramiento, asistencia técnica y programas de formación a sus países miembros en el diseño y la aplicación de políticas económicas eficaces (fiscal, monetaria, tipo de cambio), con objeto de identificar y ajustar los desequilibrios y las vulnerabilidades, y en la prosecución del equilibrio interno y externo. La posición de atalaya mundial, y la experiencia acumulada en el asesoramiento a sus 185 países miembros habilitan al FMI para la elaboración de análisis sobre la situación y las perspectivas de la economía internacional, así como para la prestación de asistencia técnica y la implantación de los correspondientes programas de formación destinados a sus países miembros.

DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y CONSULTAS MULTILATERALES

La nueva Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI impulsa la cooperación internacional en la identificación y resolución de los problemas económicos globales a través de Consultas Multilaterales con los países miembros. Las Consultas Multilaterales constituyen un nuevo foro de debate –orientado a la acción– entre el FMI y las autoridades económicas de los países que participan directamente y están especialmente interesados en la búsqueda de soluciones a los problemas globales y regionales. El papel del FMI en las Consultas Multilaterales consiste en identificar las sinergias e inconsistencias entre las políticas económicas de los países participantes en el foro, así como impulsar el debate y proveer el análisis y las fuentes de información cuantitativa y cualitativa.

La primera Consulta Multilateral se inició, a instancias del Director-Gerente Rodrigo Rato, en torno a los desequilibrios globales en las Balanzas de pagos. Los países participantes fueron Estados Unidos, la Unión Europea, Japón, China y Arabia Saudita. Esta Consulta Multilateral pionera concluyó con un Informe Final conjunto publicado el 14 de abril de 2007, en que los países expresaban su compromiso en la aplicación de políticas económicas orientadas a la reducción ordenada de los desequilibrios globales en los que estaban especialmente implicados, tanto en lo que se refiere a su aparición como a su solución.

Desde hace una década, el FMI está ampliando sus funciones de asistencia técnica y formación hacia ámbitos tales como la gestión de gobierno (*governance*) y el establecimiento de instituciones económicas sólidas y transparentes, con objeto de promover el crecimiento sostenido a largo plazo. Con Rodrigo Rato como Director-Gerente del organismo internacional, la Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI ha incidido en la labor de asistencia técnica y formación de capital humano más allá de las políticas económicas convencionales, adentrándose en las reformas institucionales que se requieren para adquirir la condición de sociedad desarrollada. Estas reformas institucionales abarcan cuestiones tales como la consecución de un marco legal estable y un sistema judicial eficiente, la regulación y supervisión que permita la consolidación de un sistema financiero solvente y el desarrollo de un mercado de capitales, la introducción de mecanismos que

SERVICIOS FINANCIEROS DEL FMI

El Fondo Monetario Internacional (FMI) dispone de un conjunto de instrumentos de crédito o servicios financieros, tales como:

- Acuerdos de derecho de giro (*stand by*), a disposición de los países miembros con desequilibrios temporales en su balanza de pagos. Tienen una duración de 12-24 meses y el reembolso debe efectuarse en un plazo de 2¼ - 4 años.
- Servicio ampliado del FMI, creado en 1974 para apoyar a los países miembros con desequilibrios permanentes en su balanza de pagos, que requieren reformas estructurales. El plazo es de 3 años y el reembolso debe efectuarse en 4½ - 7 años.
- Servicio de complementación de reservas, establecido en 1997 para atender necesidades de financiación a gran escala y a muy corto plazo. El plazo de reembolso es 2 - 2½ años, pero se puede solicitar una prórroga de hasta seis meses.
- Servicio de financiación compensatorio, creado en 1963 para proporcionar asistencia a los países miembros afectados por una insuficiencia repentina de sus ingresos de exportación o por un aumento del coste de las importaciones, debido a las fluctuaciones de los precios mundiales de las materias primas.
- Asistencia de emergencia, relacionada con una catástrofe natural o un conflicto.



Sede del FMI, Washington D.C.

La prestación de servicios de asistencia técnica por el FMI no cubre la amplia demanda de los países miembros. Por tanto, la Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI impulsada por el Director-Gerente Rodrigo Rato establece unos órdenes de prelación de solicitudes que fomentan la coordinación con programas similares del Banco Mundial, así como su complementariedad con las funciones principales de supervisión y concesión de préstamos del organismo.

La asistencia técnica se presta a través de misiones temporales de funcionarios del FMI o mediante expertos que residen en el país durante un período más dilatado, que puede prolongarse durante años. La asistencia técnica puede vehicularse también a través de informes y diagnósticos, así como mediante programas de formación (cursos, talleres, seminarios).

La asistencia técnica y de formación se ofrece sin cargo. La financiación de la asistencia técnica proviene de los recursos del FMI (20% de su presupuesto operativo anual) y de donaciones bilaterales (destacando las aportaciones de Japón) y multilaterales (PNUD, Banco Mundial, Comisión Europea, BID).

El 90% de la asistencia técnica del FMI se proporciona a economías en desarrollo y a países pobres. La mayor parte de las actividades desarrolladas en este ámbito se realizan en países miembros de Asia y África Subsahariana, así como en los países que han sufrido conflictos bélicos (Afganistán,

incentiven el cumplimiento de los contratos, la existencia de derechos de propiedad bien reconocidos, una administración tributaria y una gestión presupuestaria basadas en la transparencia y la lucha contra la corrupción, unas normas de contabilidad y auditoría homologadas, y la disponibilidad de una base estadística de datos e información económica de calidad, entre otros aspectos.

La solicitud de asistencia técnica, su alcance y sus objetivos son una decisión del país miembro. Las solicitudes registradas de asistencia técnica abarcan una amplia diversidad de finalidades, tales como el fortalecimiento del sistema bancario, la adopción de normas y códigos fiscales, financieros y estadísticos, el control del lavado de dinero a través de centros *off-shoring*, programas de reducción y sostenibilidad de la deuda en los países pobres altamente endeudados o la mejora de las capacidades en la gestión pública.

Irak, República Democrática del Congo, Timor-Leste). A título de ejemplo, los programas de asistencia técnica durante los últimos años han incluido el establecimiento de la tesorería nacional en Indonesia, de un sistema estadístico de cuentas nacionales en Guatemala o de un programa de reformas del sector bancario en Nigeria.

El organismo internacional dispone del Instituto del FMI, en su sede de Washington D.C., donde ofrece formación a los técnicos de sus países miembros desde 1964. Más recientemente, el FMI ha procedido a la apertura de Centros Regionales de Asistencia Técnica en el Pacífico (Fiji), en el Caribe (Barbados), en África Central (Malí), Oriental (Tanzania) y Occidental (Gabón), y en Oriente Medio (Líbano). De igual manera, el FMI ha iniciado un amplio programa de formación de base regional, mediante una red de Institutos Regionales de Capacitación en Abu Dhabi, Austria, Brasil, China, India, Singapur y Túnez.

Los Proyectos de Asistencia Técnica están sujetos al Programa de Evaluación del FMI. Además, la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI realizó un examen principal de la asistencia técnica del organismo, formulando un conjunto de recomendaciones operativas que fueron aprobadas por el Directorio Ejecutivo en julio de 2005.

El 5 de octubre de 2005, el FMI estableció el *Policy Support Instrument (PSI)* para los países miembros que, sin requerir asistencia financiera, solicitan la evaluación y la certificación de sus políticas económicas por parte del FMI.

Códigos, estándares y normas: buenas prácticas de gestión (governance)

El FMI elabora y promueve un entorno institucional de Códigos, Estándares y Normas para la adopción de buenas prácticas en la aplicación de las políticas económicas y financieras y en el tráfico mercantil. El resultado de las evaluaciones se recoge en un Informe sobre la Observancia de los Códigos y Normas (IOCN).

La aceptación internacional de estos Códigos, Estándares y Normas favorecerá a los países miembros, a los operadores del mercado y a la propia labor del FMI:

1. Transparencia. En este ámbito se incluyen la Normas Especiales y el Sistema General para la Divulgación de Datos, el Código de Buenas Prácticas de Transparencia Fiscal y el Código de Buenas Prácticas de Transparencia en las Políticas Monetarias y Financieras, elaborados por el FMI.

- 2. Regulación y supervisión bancaria.** En el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero, el FMI promueve los principios del Comité de Basilea, los objetivos de la Organización Internacional de las Comisiones de los Mercados de Valores, los principios de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, los principios y recomendaciones del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación de Valores y las actuaciones del Grupo de Acción Financiera (GAFI) sobre la lucha contra el lavado de dinero y la financiación del terrorismo.
- 3. Integridad.** Este epígrafe abarca los principios de la OCDE en materia de gestión de empresas, las Normas Internacionales de Contabilidad y de Auditoría, los sistemas efectivos de insolvencia y derechos de los acreedores del Banco Mundial y de la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional.

DISTRIBUCIÓN ACTUAL DE LAS CUOTAS EN EL FMI		
Cuotas aceptadas a 21 de mayo de 2007		
País/región	Cuota efectiva relativa %	Cuotas nominales
Estados Unidos	17,1	37.149
Unión Europea	32,4	70.404
Asia	11,5	25.010
China	3,7	8.090
India	1,9	4.158
Corea	1,3	2.927
Oriente Medio y Turquía	7,6	16.426
Turquía	0,5	1.191
América Latina	7,6	16.501
México	1,5	3.153
Brasil	1,4	3.036
África	5,3	11.498
Canadá	2,9	6.369
Rusia	2,7	5.945
Suiza	1,6	3.459
Australia	1,5	3.236
Resto de países miembros	9,8	21.317

FUENTE: FMI

En el ámbito interno, el Director-Gerente Rodrigo Rato ha impulsado la racionalización del funcionamiento del FMI. La reforma se orienta hacia la delimitación de las funciones estratégicas del Director-Gerente y del Directorio Ejecutivo y, en general, una simplificación de documentos y procedimientos burocratizados de los distintos departamentos.

Las cuotas y el poder de voto de los países miembros

La condición de país miembro del FMI implica la aceptación del sometimiento de las políticas económicas y financieras de sus autoridades económicas al escrutinio y la supervisión de la comunidad internacional. Por tanto, la legitimidad del FMI –y su eficacia– están ligadas a que los países miembros se sientan representados en el seno del organismo, circunstancia que viene determinada, en gran parte, a través de la asignación de las cuotas y el poder de voto.

La legitimidad y la eficacia del FMI se basan en que los países miembros se sientan representados. La Estrategia a Medio Plazo (MTS) del Director-Gerente Rodrigo Rato persigue la reforma de las cuotas y el poder de voto, para dar mayor presencia a las economías emergentes y a los países pobres

Esta cuestión ya fue objeto de controversia en la creación del organismo internacional en Bretton Woods en 1944. La distribución de las cuotas y del poder de voto reflejó la correlación de fuerzas surgida de la II Guerra Mundial y constituye una de las herencias que se han ido transmitiendo a través de la historia del organismo:

1. La cuota de un país miembro del FMI se corresponde con el tamaño de su economía en relación con el conjunto mundial (PIB, transacciones por cuenta corriente, reservas oficiales de divisas).
2. La cuota determina los compromisos financieros que el país miembro debe aportar al FMI en Derechos Especiales de Giro (DEG), divisas convertibles (dólar, euro, yen, libra esterlina) y moneda nacional. Las cuotas de los países miembros constituyen la principal fuente de financiación del FMI.
3. La cuota de cada país miembro determina su acceso al financiamiento del FMI. Los países miembros pueden obtener anualmente un préstamo del FMI equivalente al 100% de su cuota, acumulable hasta el 300%. En circunstancias excepcionales, el volumen del préstamo puede superar dicho baremo.
4. La cuota suscrita por un país miembro delimita la asignación de votos que le corresponde. Así, cada país miembro tiene

EL FMI Y LOS PAÍSES POBRES

Henry Morgenthau, Secretario del Tesoro de Estados Unidos y Presidente de la Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods (1944), dirigió una alocución a los representantes de los 44 países asistentes a la sesión inaugural en la que ya enfatizó que el crecimiento económico y la reducción de la pobreza no configuraban un juego de suma cero.

Los objetivos e instrumentos asignados al FMI en Bretton Woods se centraron prioritariamente en la estabilidad macroeconómica global y de sus países miembros. La consecución de este objetivo general coadyuvaría a un crecimiento sostenido del bienestar mundial, y de las distintas regiones y países miembros. Simultáneamente, el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD) (posteriormente, Banco Mundial) se dotaría de competencias orientadas explícitamente al desarrollo. La Organización Mundial del Comercio (OMC) también persigue como objetivo último el crecimiento y el desarrollo económico.

La Estrategia a Medio Plazo (MTS) del FMI, impulsada por el Director-Gerente Rodrigo Rato, ha reafirmado el alineamiento de las actividades de la institución con los Objetivos de Desarrollo del Milenio de Naciones Unidas (*UN Millenium Development Goals*), que se ha fijado como desafío –en el horizonte 2015– la reducción de la pobreza a la mitad y la universalización de la educación primaria.

La integración de los países pobres en la economía global requiere un consenso político y social favorable a las reformas, que incluyen una extensa lista de materias, tales como la gestión pública eficiente, la lucha contra la corrupción, la disciplina fiscal en el gasto y la suficiencia recaudatoria, la estabilidad del sistema financiero, un marco institucional y legal predecible y estable, un régimen de derechos de propiedad, un sistema judicial y procesal que provea de garantías en caso de incumplimiento de los contratos, la eliminación de ineficiencias en la producción y distribución, la movilización de los recursos internos, la atracción de inversiones, y una apertura hacia el comercio regional e internacional. En este sentido, en abril 2004, el FMI estableció el *Trade Integration Mechanism (TIM)* para ayudar a los países en desarrollo que sufrieran dificultades temporales en sus Balanzas de Pagos como consecuencia de su proceso de apertura y liberalización comercial. El FMI considera que la apertura al comercio constituye una vía para

salir de la pobreza, por lo que ha criticado el proteccionismo de los países ricos desarrollados en los sectores agrícola y de manufactura ligera.

El FMI desarrolla sus funciones dirigidas a los países miembros pobres a través de la supervisión, la asistencia financiera y la asistencia técnica. La ayuda incondicional no figura en el abanico de instrumentos a disposición del FMI, a diferencia del Banco Mundial y otros organismos e instituciones multilaterales. El FMI implementa su actividad en el marco de las estrategias de lucha contra la pobreza (*Poverty Reduction Strategies (PRSPs)*) diseñadas por sus países miembros, prestando asistencia financiera mediante el *Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) Trust*. El FMI introdujo, el 23 de noviembre de 2005, una mayor flexibilidad crediticia (*Exogenous Shocks Facility (ESF)*), en función de que concurrieran unas circunstancias específicas (*shocks* exógenos provocados por la volatilidad en los precios de las materias primas, conflictos bélicos, desastres naturales, crisis en los países vecinos).

El FMI puede ayudar también de forma estimable a los países pobres y en desarrollo poniendo a disposición de la comunidad internacional los informes que certifican la buena dirección de las reformas (marco legal y regulador, marco fiscal estable a medio plazo, independencia del banco central) y de las políticas aplicadas (gestión pública, estabilidad macroeconómica, reducción de la inflación).

De igual manera, el FMI puede evaluar la congruencia de los programas de ayuda del Banco Mundial y otras instituciones con la estabilidad macroeconómica del país, así como su complementariedad, con objeto de evitar duplicidades.

El objetivo último de la acción del FMI en relación con los países pobres se dirige a sentar las bases institucionales y económicas que permitan la movilización de los recursos humanos, físicos, tecnológicos y financieros (domésticos o internacionales) que generen un entorno favorable a la aparición y difusión de emprendedores e iniciativas privadas.

A escala regional, la Estrategia a Medio Plazo (MTS) dedica una especial atención a la región de África Subsahariana en el marco del *New Partnership for Africa's Development (NEPAD)*.



Rodrigo Rato en el SOS Children Village de Bata (Guinea Ecuatorial)

No obstante, la existencia de países pobres altamente endeudados (*Heavily Indebted Poor Countries, HIPC*) requiere una estrategia más amplia para que consigan salir de su actual situación de postración. Los instrumentos para impulsar la lucha contra la pobreza extrema deben incorporar también paquetes de ayuda incondicional destinados a áreas básicas, como las infraestructuras necesarias para proveer agua potable, transporte, educación y salud (sida, tuberculosis, malaria). El FMI puede realizar un informe sobre el seguimiento de la utilización adecuada de las ayudas de los donantes (desvíos de su destino, utilización eficaz). En este punto, los resultados obtenidos por las economías de Mozambique, Tanzania y Uganda resultan esperanzadoras.

Estas iniciativas han permitido algunos éxitos significativos en la reconducción de los ratios entre la carga del servicio de la deuda y el volumen de exportaciones. Por ejemplo, el FMI ha aprobado Iniciativas Multilaterales de Alivio de la Deuda en un 100% a un conjunto de países (Benin, Bolivia, Burkina Faso, Camboya, Camerún, Etiopía, Ghana, Guyana, Honduras, Madagascar, Malawi, Malí, Mauritania, Mozambique, Nicaragua, Níger, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Tayikistán, Tanzania, Uganda y Zambia). En este ámbito, el FMI se encarga de certificar la eficacia de los Programas de Alivio y Condonación de la Deuda a los países más pobres, de forma que no se generan incentivos inadecuados hacia nuevos endeudamientos (*HIPC Initiative*).

En cualquier caso, a la altura de inicios del siglo XXI, más de 750 millones de seres humanos del mundo padecen malnutrición, de los que una quinta parte son niños.

unos votos básicos fijos, más unos votos adicionales en función de los Derechos Especiales de Giro (DEG) de su cuota.

La evolución dispar del nivel de desarrollo económico de los países desde la creación del FMI en 1944 y, muy particularmente, la aparición de las economías emergentes durante la última década han exigido un replanteamiento de la representación de los países miembros (cuotas y poder de voto). En este sentido, la Junta de Gobernadores del FMI ha realizado diversas revisiones de cuotas en las últimas décadas, que han requerido la aprobación por una amplia mayoría del 85%. El 30 de enero de 2003 concluyó la duodécima revisión general de cuotas, pero la Junta de Gobernadores no formuló una propuesta general.

Con carácter extraordinario, los aumentos selectivos de cuotas realinean a los países cuya representación no se corresponde con el peso adquirido en la economía mundial. Así, la Junta de Gobernadores del FMI, en las Reuniones Anuales celebradas en Singapur el año 2006, dispuso el aumento de las cuotas de la R. P. China, Corea, México y Turquía. Dichas Reuniones Anuales de Singapur plantearon un nuevo acuerdo sobre la fórmula de cálculo de las cuotas para reordenar la representatividad, así como una propuesta de aumento de los votos básicos de cada país miembro (preservando la proporción de los asignados a cada país sobre el total).

La Estrategia de Medio Plazo (MTS) impulsada por el Director-Gerente Rodrigo Rato ha planteado una reforma de la estructura de gobierno de la institución, circunstancia que aboca a una revisión extraordinaria de cuotas, basada en un aumento global y una nueva distribución entre los países miembros.

En primer lugar, la Estrategia de Medio Plazo (MTS) persigue una reforma de la financiación del organismo, la racionalización de sus funciones y la disminución de los gastos de funcionamiento. La reorientación de las funciones del FMI hacia la supervisión preventiva proyecta una reducción de sus ingresos provenientes de los márgenes aportados por la asistencia financiera. La nueva estrategia aboga por la generación de ingresos a través de actividades permanentes en horizontes temporales más dilatados. El 18 de mayo de 2006, el Director-Gerente Rodrigo Rato anunció la constitución de un Comité formado por personalidades eminentes –liderado por Andrew Crockett (JP Morgan Chase Internacional)–, que presentaron un informe independiente sobre las alternativas de financiación del FMI a largo plazo.

En segundo lugar, la distribución de cuotas entre los países miembros persigue el alineamiento de su representación y poder de voto en el FMI con la posición relativa de su economía en el conjunto global. Así, por ejemplo, la economía de España representa el 2,25% del conjunto mundial, mientras que su poder de voto en el FMI es sólo un 1,4%. La reforma propone llevar la cuota de España hasta un 1,7% - 1,9%. Ahora bien, la modificación de cuotas choca con el escollo de la necesaria renuncia de un porcentaje significativo del poder de voto por parte de los países desarrollados (Unión Europea, Rusia), para acomodar una mayor representación de China y otros países emergentes (Brasil, Corea, México). Adicionalmente, el Director-Gerente Rodrigo Rato propuso un aumento en el número de los votos básicos para dar mayor voz a los países pobres en el seno del organismo internacional. La decimotercera revisión general de cuotas debe concluir antes del 30 de enero de 2008.

La trascendencia de la representatividad y el poder de voto de los países miembros ha aflorado de nuevo durante el proceso de selección del Director-Gerente y en la composición del Directorio Ejecutivo del FMI, dado el peso conjunto de las cuotas de Estados Unidos y la Unión Europea.

THE WORLD IS FLAT: LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS SUBPRIME

Del exceso de liquidez a la euforia del crédito

Los acontecimientos del año 2001 (crisis del Nasdaq, escándalos corporativos, ataques terroristas del 11-S) motivaron una drástica reducción de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal USA, el Banco Central Europeo (BCE) y el resto de autoridades monetarias del mundo.

Las previsiones de una recesión profunda y duradera en la economía mundial no se cumplieron. Contrariamente, las economías de Estados Unidos y de los países emergentes asiáticos (China, India) impulsaron la actividad económica mundial hacia un ciclo expansivo. Las políticas monetarias laxas, los bajos tipos de interés, la inflación controlada, más la eficiencia tecnológica aplicada a la innovación y la integración de los mercados de capitales globales generaron un exceso de liquidez (*global saving glut*) que situó el nivel y la volatilidad de las primas de riesgo en mínimos históricos.

Las nuevas instituciones e instrumentos financieros canalizaron el ahorro global –con renovada eficiencia– hacia los mercados de crédito, para atender la demanda de financiación de:

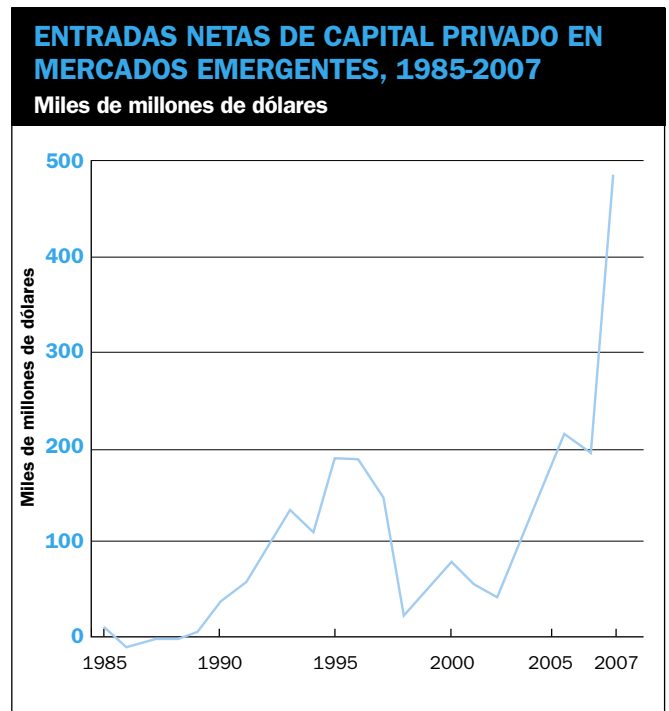
1. Préstamos hipotecarios de las familias (convencional y *subprime*).

2. Tomas de control (*private equity buy-outs*) mediante operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones apalancadas sobre proporciones crecientes de deuda.
3. Flujos de capitales privados hacia las economías emergentes.

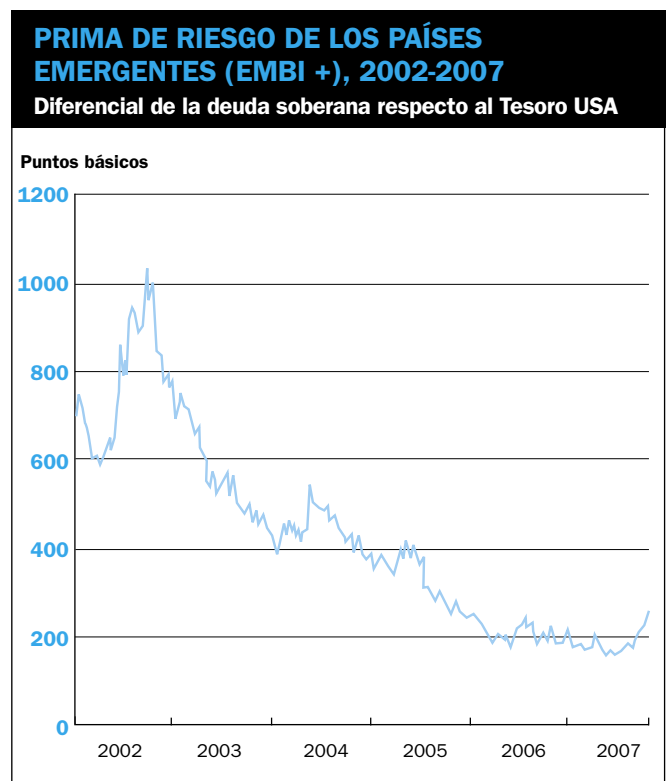
En dicho contexto propicio en términos económicos y financieros, las economías domésticas estadounidenses accedieron a unos préstamos hipotecarios que les permitieron llevar la tasa de propietarios de vivienda hasta la cota del 69% de la población. La mayoría de los créditos concedidos eran convencionales (*prime, jumbo mortgages*). En los últimos años, de forma creciente, los prestatarios han sido familias con unos historiales de escasa garantía, que accedían a créditos *subprime* (porcentaje de financiación superior al 85% del precio de la vivienda (*Loan-to-Value (LTV)*), cuotas hipotecarias superiores al 55% de los ingresos familiares (*Debt Service-to-Income (DTI)*) o créditos *Alt+A* (documentación limitada sobre las fuentes de ingresos). De esta forma, el saldo vivo de la deuda familiar en Estados Unidos ha alcanzado los 13.549.000 millones de dólares, equivalentes al PIB americano. Entre 1999 y 2006, el crédito hipotecario total en Estados Unidos se multiplicó por un factor 6, mientras que el segmento del crédito hipotecario de alto riesgo lo hacía por un factor 12. En 2006, el mercado *subprime* ya representaba casi el 15% del crédito hipotecario total en Estados Unidos.

Las entidades y los agentes prestadores (*mortgage brokers, monoliners*) eran de pequeña dimensión, de alcance local y escasamente capitalizados. En general, no tenían una relación financiera estable con sus clientes, dilatada en el tiempo y basada en una amplia base de productos (préstamos, depósitos). Además, muchas de las entidades prestadoras especializadas (*non-bank lenders*) no captaban su pasivo a través de depósitos, por lo que eludían una supervisión y regulación bancaria estricta.

El inexistente racionamiento del crédito incentivó una actitud relajada en entidades y prestatarios, en un entorno general de apalancamiento crediticio y escasa aversión al riesgo, debilitando los criterios de prudencia del crédito bancario (*low-and-no-doc*). Cuando los ratios de garantía (*Debt Service-to-Income (DTI)*), *Loan-to-Value (LTV)*) no posibilitaban el acceso de las familias de bajo historial crediticio al préstamo hipotecario, las entidades introdujeron hipotecas de amortización negativa y sin las provisiones adecuadas. Estos préstamos suponían comisiones y cuotas fijas muy bajas (*teaser rate*) –o limitadas por un tope– durante los primeros años, pero estaban sujetas a



FUENTE: FMI, Balance of Payment Statistics



FUENTE: JP Morgan y Thomson Financial Datastream

revisión variable con posterioridad (*Adjustable-Rate Mortgages (ARMs)*). El deterioro de la disciplina crediticia en la evaluación de las garantías de los prestatarios (*automated underwriting*) elevó el porcentaje de préstamos *subprime* y Alt+A concedidos en 2006 a cotas alarmantes, hecho agravado por la circunstancia de que un 90% eran ARM. Los prestatarios llegaron a firmar segundas y terceras hipotecas simultáneas sobre la misma propiedad, sin comunicarlo a las entidades concedentes de las primeras (*piggy-back mortgages*). La *Federal House Association (FHA)* dejó de asegurar los créditos hipotecarios de alto riesgo. Definitivamente, los bajos niveles de los tipos de interés habían desatado una euforia de demanda de crédito sin apenas control del riesgo (verificación de los ingresos, del empleo o de los activos de garantía aportados por las familias). La cantidad de crédito concedido primó sobre la calidad y la disciplina crediticias.

Simultáneamente, la presión de la demanda de vivienda residencial impulsó la continua revalorización del activo inmobiliario (*home equity*), que actuaba como garantía del apalancamiento en sucesivas renovaciones de la financiación hipotecaria. Entre 1997 y 2006, el precio de la vivienda en Estados Unidos aumentó un 87%.

Los *brokers* americanos especializados en crédito hipotecario –pequeños, locales y sin capitalización– concedieron préstamos *subprime* sin las garantías adecuadas.

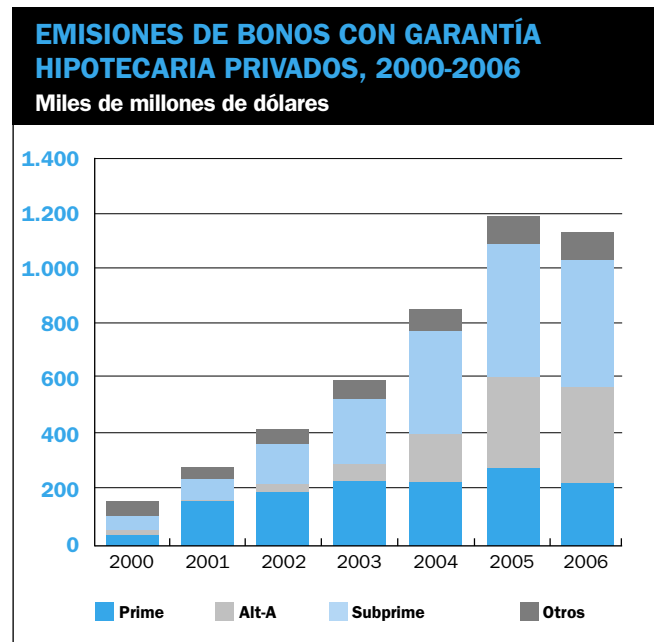
La titulización de los créditos en productos estructurados por los bancos de inversión permitió la transmisión y diversificación del riesgo a todo el mundo (*hedge funds*, sociedades instrumentales, fondos de pensiones, tesorerías)

Titulización y transmisión del riesgo

Las 52.000 entidades financieras (originadoras) que concedieron los préstamos hipotecarios *subprime* durante el ejercicio 2006 (en 1990 eran sólo 11.000) procedían a sacarlos del balance mediante la venta de sus derechos de crédito. No obstante, los organismos semipúblicos (*Government Sponsored Enterprise, GSE*), tales como *Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)* y *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)*, dejaron de adquirirlos, por lo que las entidades originadoras se dirigieron hacia los canales aportados por la innovación financiera privada. La titulización (*securitization*) del crédito –que hace líquida una cartera de créditos ilíquidos– posibilitaba a los bancos atender la creciente demanda de

préstamos, eludiendo el límite impuesto en el balance por su base de capital regulatorio. Esta transmisión y diversificación del riesgo crediticio dispó todavía más los incentivos de las entidades prestadoras a realizar un seguimiento de sus clientes hipotecarios. Los bancos y *brokers* originadores incurrieron en *riesgo moral (moral hazard)*, al esperar un elevado retorno si los préstamos eran pagados y soportar sólo la pequeña pérdida de los primeros impagos en caso de que los préstamos titulizados devinieran fallidos. El capital reputacional que se exponían a perder era negligible. Estos excesos provocaron la aparición de la *selección adversa (adverse selection)*, que incentivaba la solicitud de préstamos a las familias de escaso historial crediticio y alta probabilidad de impago.

Los bancos comerciales y de inversión adquirieron dichos activos y los transmutaron en activos financieros complejos y opacos que comercializaban en paquetes (*pools*) de derivados estructurados de deuda (*Collateralized Debt Obligation (CDO)*). Los CDO y títulos similares, fácilmente colocables en los mercados financieros globales, utilizaban las hipotecas *subprime* americanas como garantía o colateral (*Mortgage Backed Securities (MBS)*). Estos bonos de titulización de deuda, de mayor riesgo y rentabilidad que otros títulos, se suscribieron en todo el mundo por fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otras instituciones (compañías de seguros, sociedades instrumentales de los bancos (vehículos especiales de inversión, *SIV/Conduits*), tesorerías, *traders*, etc.).

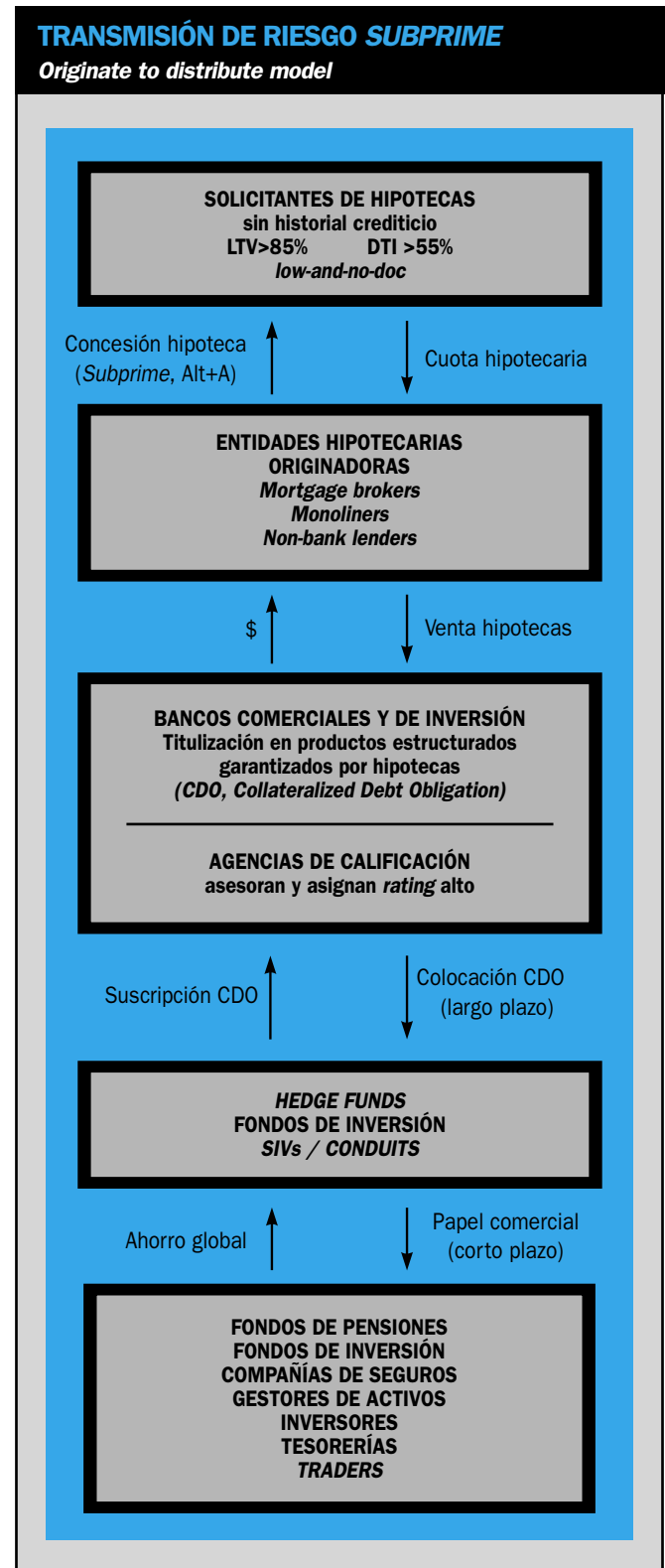


FUENTE: Inside Mortgage Finance y OFHEO

Actualmente, el 56% del crédito hipotecario de Estados Unidos está titulizado. En 1980, este porcentaje era del 10%, y en 1970 era sólo del 1%.

La cadena global de transmisión del riesgo desde las entidades originadoras hasta los inversores finales (*originate to distribute model*) adolecía de los problemas asociados a la *información asimétrica* respecto a las garantías últimas de los activos colateralizados y a su propia composición en términos de riesgo, ya que un mismo título agrupaba tramos (*tranches*) de calidad diversa (AAA, Mezzanine). Las excelentes calificaciones crediticias otorgadas a los productos estructurados de los bancos de inversión, por parte de las agencias de *rating* (Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ibc), disiparon los riesgos de iliquidez y apalancamiento.

La frenética proliferación de fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otras sociedades instrumentales proveía la contraparte necesaria que compraba unos activos ilíquidos y difíciles de valorar –que actuaban de garantía–, mediante la emisión de papel comercial a corto plazo para captar el mar de liquidez existente en los mercados mundiales de capitales. En particular, los *hedge funds* han utilizado masivamente operaciones de *carry trade* muy apalancadas, consistentes en endeudamiento en divisas depreciadas con bajo tipo de interés (yen japonés) e inversión en activos denominados en divisas apreciadas y de alto tipo de interés (dólar neozelandés). Por su parte, los fondos de pensiones han provisto una tercera parte del ahorro captado por los *hedge funds*, con la intención de obtener una mayor rentabilidad y una mejor diversificación de sus propios riesgos, pero cayendo en la paradoja de que las instituciones con más aversión al riesgo (fondos de pensiones, largo plazo) financiaran a las que toman posiciones arriesgadas por antonomasia (*hedge funds*, corto plazo). La cadena de transmisión estaba formada por eslabones que actuaban como compartimentos aislados, desde la entidad originadora del préstamo hasta el inversor final. El sistema de remuneraciones e incentivos de los operadores (*brokers*) que intervinieron en este proceso de diversificación y transmisión del riesgo catalizó el volumen y el número de titulizaciones, emisiones de colaterales CDO y colocaciones de papel comercial, disipando los requisitos de verificación de garantías. La confianza de los inversores situados al final de la cadena había volatilizado la evaluación del factor riesgo. Así, el *Working Group on Financial Markets*, creado por el Presidente de Estados Unidos, consideró que los riesgos de los *hedge funds* estaban suficientemente bajo control (*due dilligence* de los inversores, *counterparty risk management*).



FUENTE: Elaboración propia

La aguja de la burbuja

El súbito repunte de la actividad económica en Estados Unidos a lo largo de 2003 despertó la inflación a inicios del año 2004. El desbocado consumo privado financiado con endeudamiento, las importaciones del resto del mundo y el gasto presupuestario presionaron la inflación subyacente, que se consolidó en las expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, el tipo de interés oficial seguía en el 1%. La Reserva Federal de Alan Greenspan no reaccionó hasta la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de junio 2004, subiendo 25 puntos básicos el tipo de interés de los fondos federales. La política monetaria restrictiva que se iniciaba iría a remolque de una inflación que, como la pasta dentífrica que ha salido del tubo, sería muy difícil volver a introducir en su recipiente originario. Justamente, el Premio Nobel 2006 –el profesor E.S. Phelps (*Columbia University*) – fue galardonado por sus aportaciones en este ámbito. En consecuencia, la Reserva Federal se vio obligada a elevar el tipo de interés de los *Fed Funds*, a través de 17 aumentos consecutivos, hasta la cota del 5,25%.

En la segunda mitad del año 2005, el nivel alcanzado por los tipos de interés en Estados Unidos provocó la primera caída de las ventas de viviendas y un número menor de nuevas promociones. Esta ralentización de la actividad inmobiliaria residencial disipó la revalorización continua de la vivienda. Los préstamos hipotecarios *subprime* habían sido concedidos, en buena parte, a tipo variable (con los primeros años a tipo fijo en los contratos de amortización negativa (ARM)). El vertiginoso aumento de la cuota hipotecaria empezó a provocar la falta de pago de alguna de las tres primeras cuotas mensuales (*Early Payment Defaults (EDP)*). La renegociación del préstamo, mediante operaciones de refinanciación con alargamiento del vencimiento, devino imposible. La venta de la vivienda para una amortización anticipada del crédito también había desaparecido como una alternativa viable. Las agencias de calificación crediticia anunciaron sucesivas rebajas en el *rating* de los títulos garantizados por hipotecas. Las situaciones iniciales de morosidad (*delinquencias, defaults*) se deterioraron rápidamente en embargos de las viviendas (*foreclosures*). Las entidades titulizadoras ejercieron sus opciones *put-back*, forzando la ejecución de las garantías por parte de unas entidades prestamistas escasamente capitalizadas (40% del total de originadores). La reducción de la probabilidad de pago de las familias hipotecadas con historial crediticio de baja calidad, y la difusión de dichas expectativas a gran velocidad y en tiempo real, provocaron la reducción o el cese de la actividad de las entidades originadoras. Algunas entidades prestamistas espe-

cializadas en el segmento *subprime* quebraron o fueron compradas por partes (*New Century Financial* en abril de 2007, *Alliance Bancorp* en julio de 2007, *American Home Mortgage* y *First Magnum Financial* en agosto de 2007).

El efecto manada de la huida hacia la liquidez

El primer síntoma de la turbulencia financiera que se avecinaba se produjo cuando se constató la fragilidad del descalce entre los complejos títulos de crédito estructurados –activos ilíquidos, a medio plazo, de difícil valoración– y el papel comercial emitido por los *hedge funds* en el mercado de dinero a muy corto plazo y garantizado por aquellos activos colaterales que permitía financiar. Los bonos de titulización hipotecaria no cotizan en mercados organizados, por lo que su valoración se realiza mediante sofisticados modelos matemáticos. Las dudas sobre la calidad de los activos subyacentes y sobre la fiabilidad de las calificaciones crediticias, atribuidas por las agencias de *rating*, provocaron la caída del precio de aquellos títulos (CDO). De inmediato, la renovación del papel comercial respaldado por los productos estructurados devino imposible para los *hedge funds*. La perturbación se transmitió a través de canales interconectados y opacos, contagiando al conjunto de los mercados financieros en todos sus plazos (acciones, deuda, crédito, interbancario). Los inversores finales (ahorra-



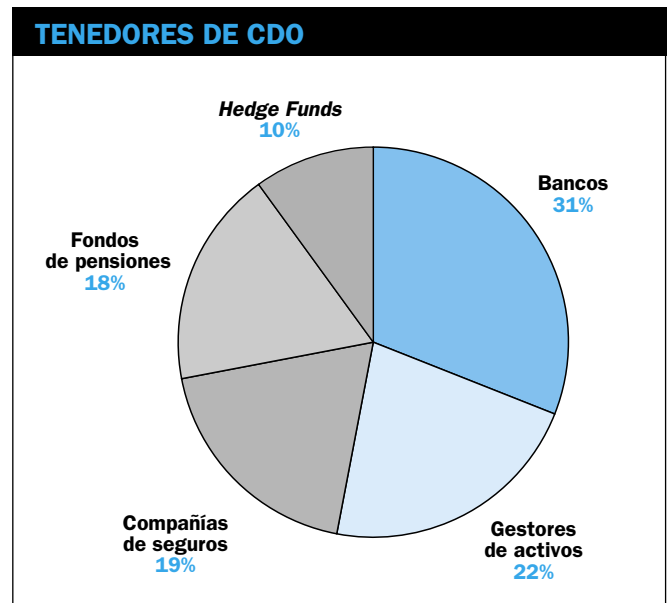
FUENTE: FMI

dores, partícipes de fondos de inversión, fondos de pensiones) habían perdido la confianza, iniciando un retraimiento del crédito y una huida desde los activos a largo plazo, el papel comercial y los pagarés hacia productos financieros a corto plazo de mayor calidad (*Treasury Bills* AAA). De esta forma, las bolsas de valores de todo el mundo sufrieron un duro correctivo durante las sesiones del 9 y 10 de agosto de 2007, en términos de caída de los índices y aumento de la volatilidad de las cotizaciones. Simultáneamente, la demanda de bonos públicos desplazaba su curva de tipos de interés hacia abajo.

Al final de la cadena global de transmisión de riesgo, el exceso de liquidez desapareció por completo a inicios de agosto de 2007. La abrupta irrupción de la incertidumbre, y el desconocimiento de la magnitud y la distribución entre entidades financieras de los títulos garantizados por hipotecas *subprime* destapó una preferencia por la liquidez que tensionó los mercados interbancarios. Ni siquiera se conocía la distribución de los títulos entre inversores institucionales e individuales. La desconfianza provocó el retraimiento de la oferta de liquidez de los bancos en ese mercado, elevando el precio del riesgo reflejado en los aumentos de los tipos de interés *Libor* y *Euribor* a los distintos plazos.

El aumento de los tipos de interés por la Reserva Federal para controlar la inflación hizo aflorar la morosidad hipotecaria. La abrupta aparición de la aversión hacia el riesgo motivó la huida de los inversores hacia la calidad y la tensión en el mercado interbancario. Los Bancos Centrales tuvieron que inyectar liquidez y relajaron los tipos de interés oficiales

Los bancos con exceso de liquidez se mostraron reticentes a prestar a más de un día, hasta que se conociera la liquidez y la solvencia del resto de entidades. Por su parte, los bancos necesitados de liquidez no quisieron revelar su situación a través del interbancario para no incurrir en riesgo reputacional ante los otros bancos, los inversores, sus depositantes y los analistas financieros. La disipación de la liquidez en los mercados secundarios puso en evidencia el alto grado de apalancamiento existente. El efecto manada de los operadores deshaciendo posiciones parecidas multiplicó las pérdidas. Los *hedge funds* especializados en títulos respaldados por hipotecas *subprime* se vieron forzados a venderlos con pérdidas, para poder hacer frente a las demandas de reintegro de los inversores en su



FUENTE: FMI

papel comercial y mantener los márgenes de beneficios del propio fondo de inversión libre. Este proceso forzado de desapalancamiento a precios de derribo ha provocado las quiebras de algunos *hedge funds*.

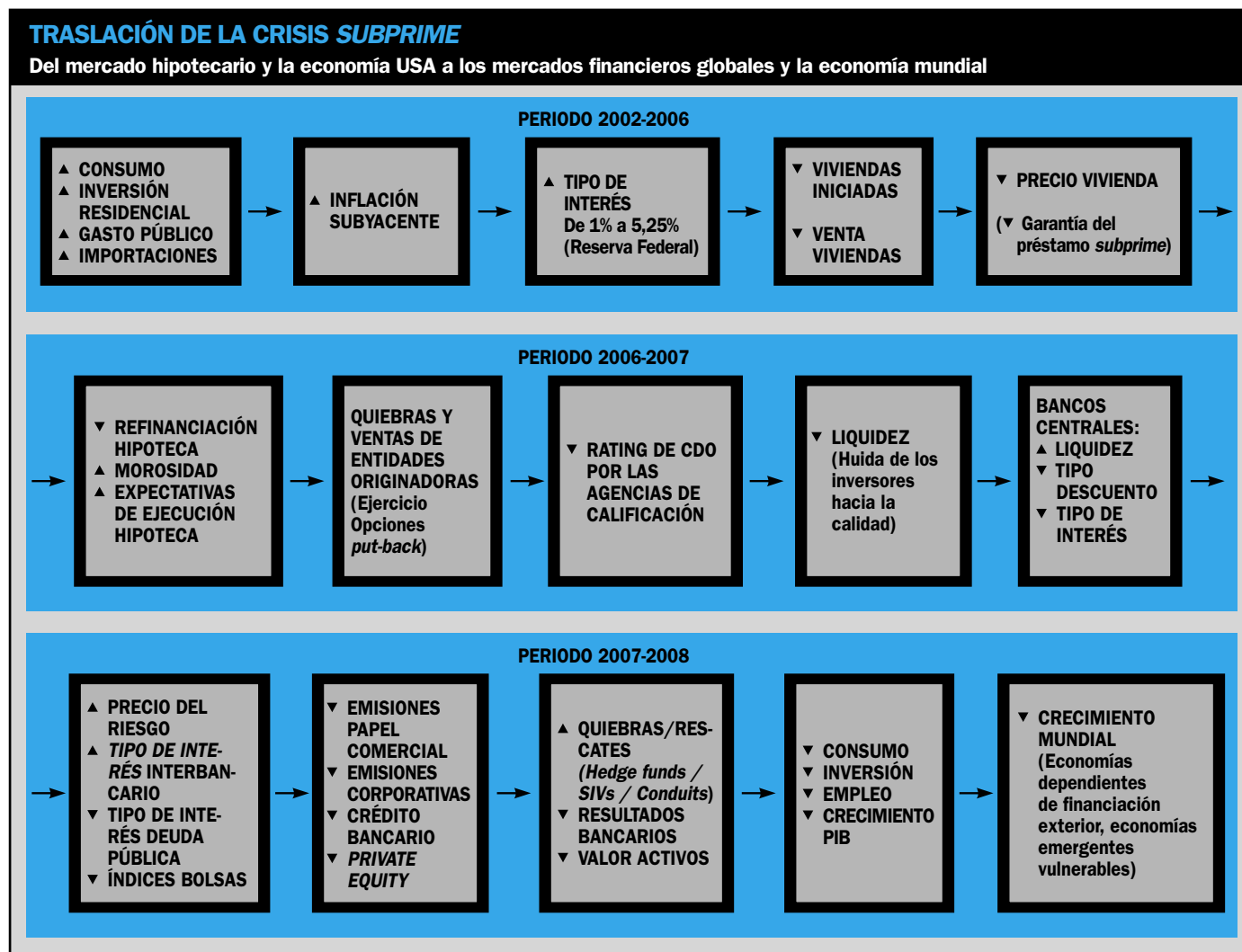
Como muestra de la proliferación de excesos de los años pasados, los bancos crearon Vehículos Especiales de Inversión (*SIV/Conduits*) fuera de balance, con objeto de invertir en activos a largo plazo (tramos de CDO y otros) sin consumir capital regulatorio. Los *SIV* eran vehículos más apalancados que los *Conduits* y su renovación de la financiación al vencimiento tenía un respaldo menor. De esta forma, los bancos eludían el Acuerdo de Basilea I, que les obliga a respaldar un 8% de sus créditos con capital. Algunos supervisores facultaron a estas sociedades instrumentales –el Banco de España no lo autorizó– a empaquetar o estructurar activos a largo plazo propios del banco que las había creado, que financiaban mediante la emisión de papel comercial o pagarés a corto plazo garantizados por aquellos activos. Los bancos que habían transmitido el riesgo crediticio, mediante el empaquetamiento de sus préstamos y su comercialización a través de sus sociedades instrumentales, han visto que el riesgo revertía de nuevo a su balance. Cuando la colocación de estas emisiones ha devenido imposible, algunas de estas sociedades instrumentales que tenían productos ilíquidos de inversión estructurada han podido capear el temporal gracias a su conexión con los bancos regulados. No obstante, al tener que

hacer efectivas las líneas contingentes de financiación a sus sociedades instrumentales, algunos bancos constataron que aquellos pasivos contingentes con exposición fuera de balance amenazaban con saltar al balance. En ocasiones, el riesgo titulizado incluso se había incrementado por las inversiones en activos todavía más arriesgados por parte de aquella sociedad instrumental. Algunos bancos han optado por refinanciar y liquidar lentamente sus *hedge funds*. Otros los han reincorporado con pérdidas a su balance. La imposibilidad de calcular el valor liquidativo de sus fondos de inversión ha obligado a los bancos a cerrarlos temporalmente como instrumentos de canalización del ahorro hacia la inversión. Así, BNP-Paribas, el mayor banco francés, cerró tres fondos de inversión. UBS sufrió con su fondo *Dillon Read Capital Ma-*

nagement. Lehman Brothers Holdings Inc. cerró su división *subprime*. Goldman Sachs Group Inc. rescató su fondo *Global Equity Opportunities* mediante una línea de financiación. El banco de inversión Bear Stearns cerró dos *hedge funds* con pérdidas. Merrill Lynch declaró pérdidas cuantiosas. Los despidos laborales en el sector se han multiplicado y los *bonus* se han evaporado.

Bernanke y Trichet a escena

Las autoridades monetarias de Estados Unidos, la Unión Europea, Japón y Australia se vieron obligadas a intervenir mediante inyecciones masivas de liquidez en subastas y a través de sus segundas ventanillas penalizadoras, con el doble objetivo de suplir la dilución del mercado interbancario y cortocircuitar



FUENTE: elaboración propia

las perturbaciones con potenciales efectos sistémicos. El 17 de agosto, la Reserva Federal redujo su tipo de descuento del 6,25% al 5,75% para inyectar liquidez, aceptando como contrapartida una amplia gama de activos, pero mantuvo su tipo oficial. La actitud del Banco de Inglaterra en contra de atender situaciones que consideraba originadas por comportamientos imprudentes facilitó la aparición de un pánico bancario en la quinta entidad hipotecaria (Northern Rock Plc). No obstante, el cambio de actitud posterior del Banco de Inglaterra reveló que las entidades bancarias británicas con necesidades de financiación no querían acceder a las subastas para evitar incurrir en un riesgo reputacional que provocara la desconfianza de sus depositantes. En este sentido, el profesor N. Roubini (*Stern School of Business (NYU)*) ha señalado la ineffectividad (*too little, too late*) de esta política monetaria, agravada por la presencia de problemas de coordinación a escala global, si la situación de iliquidez deriva en un problema de insolvencia de los miles de operadores e instituciones implicados. En particular, la inyección de liquidez de los Bancos Centrales atiende las necesidades del sistema bancario, pero no resuelve los problemas de *credit crunch* que enfrentan los bancos de inversión y los *hedge funds*.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener su tipo de intervención en el 4%, posponiendo un aumento de 25 puntos básicos que los operadores de los mercados financieros habían descontado antes del estallido de la crisis *subprime*. El Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal llegó a sorprender a los mercados con un recorte de 50 puntos básicos, que llevó el tipo de interés americano al 4,75%. Los Bancos Centrales –preservando su credibilidad– no quieren ser acusados de omisión en caso de ulterior deterioro de la crisis financiera y su traslación a la economía real. Una reducción adicional situó el tipo de interés de los fondos federales en el 4,5% a finales de octubre de 2007. En todo caso, la decisión de rebajar drásticamente el tipo de interés oficial revelaba la gravedad de la crisis *subprime*, sometiendo a una presión adicional al Presidente Ben Bernanke. La decisión de la Reserva Federal puede dificultar el control de la inflación a medio plazo. Además, la rebaja del tipo de interés debilita todavía más a un dólar depreciado, que impulsa la inflación vía las importaciones. En particular, las tensiones inflacionistas que están sufriendo los productos chinos pueden empezar a filtrarse hacia la economía americana.

La crisis del crédito hipotecario de alto riesgo ha planteado la conveniencia de la concesión de subsidios o de operaciones de rescate (*bail-out*) a favor de las entidades y las familias involu-



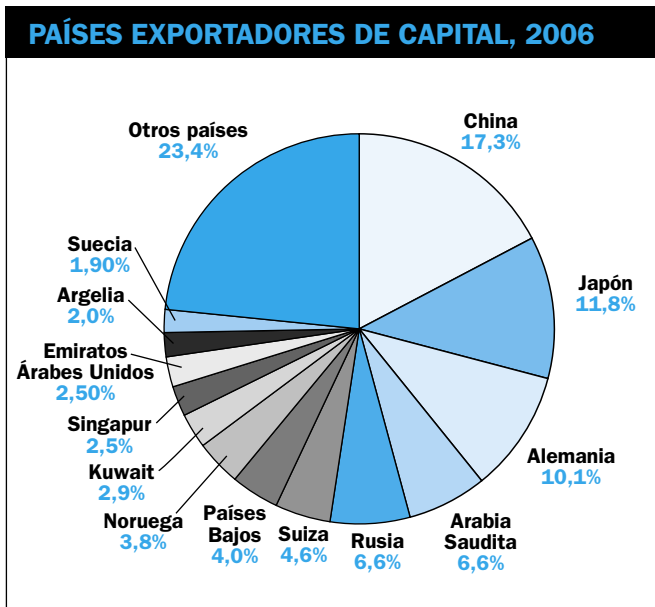
Rodrigo Rato y Tommaso Padoa-Schioppa

cradas. Los bancos alemanes IKB y Sachsen LB fueron objeto de rescate. La postura contraria a esta intervención resalta que los agentes económicos deben asumir las posibles consecuencias de sus decisiones hipotecarias, evitando así el incentivo a posteriores comportamientos especulativos o fraudulentos.

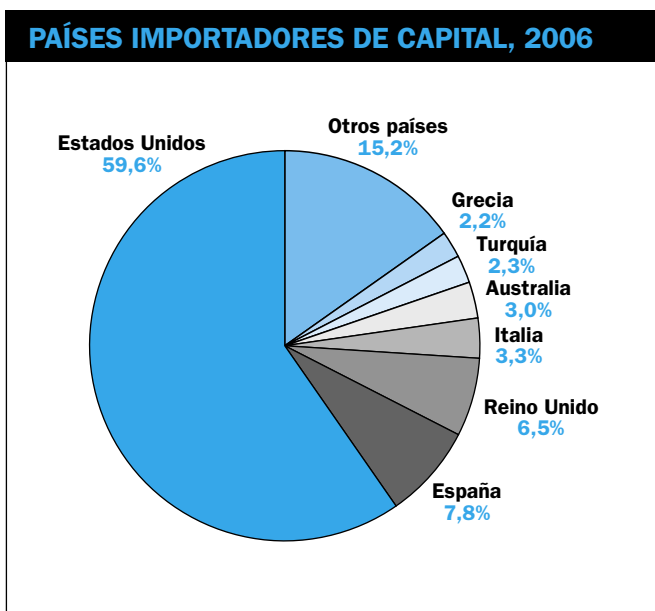
La purga

La crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos ya está afectando a las familias y las entidades hipotecarias americanas. Los efectos de estas turbulencias también se han hecho notar en las cuentas de resultados y los balances (bancos comerciales y de inversión) que tenían posiciones en dichos activos (Citi, HSBC, Merrill Lynch, UBS, Credit Suisse, Deutsche Bank). Los fondos de alto riesgo, el *Risk Capital* y los *Equity Capital* apalancados deberán aflorar el verdadero valor de sus activos a precio de mercado. El aumento de las provisiones extraordinarias y el impacto de las pérdidas que tendrán que asumir pueden reducir la capacidad de estas instituciones financieras.

La crisis *subprime* ha obligado a posponer o cancelar algunas salidas a bolsa y emisiones de bonos en el mercado de renta fija, así como operaciones corporativas de adquisición



FUENTE: FMI



FUENTE: FMI

y fusión, en razón del retraimiento de los inversores y la restricción de crédito apalancado. La colocación de pagarés sólo es posible mediante primas de riesgo superiores, particularmente si se trata de bonos de baja calidad. Al deshacerse las posiciones abiertas en las divisas objeto de *carry trade*, el yen y el dólar de Nueva Zelanda sufrieron márgenes elevados de volatilidad.

El Director-Gerente del FMI, Rodrigo Rato, ha advertido que estamos ante la primera prueba real a la que se ha sometido a los mercados de financiación estructurada y derivados de crédito. El riesgo más importante consiste en que las turbulencias financieras afecten a la economía real a través de una disminución del precio de los activos, de condiciones financieras más restrictivas y de un precio más alto exigido en la asunción de riesgos. Una gran parte de las hipotecas de alto riesgo activan sus cláusulas variables durante los años 2008-09, con incrementos en las cuotas hipotecarias de entre el 25% y el 50%. Además, las ejecuciones hipotecarias requieren unos 18 meses, por lo que el ajuste se proyecta durante un período dilatado. Rodrigo Rato ha invocado la necesidad de una toma de decisiones pro-activa que amortigüe los efectos reales de la crisis sobre el consumo de las familias, el endeudamiento de las empresas, el equilibrio de los presupuestos públicos, la generación de empleo y el crecimiento económico en general.

La aparición de significativas primas de riesgo y la restricción crediticia pueden afectar seriamente a los países altamente dependientes de la financiación exterior, como es el caso de la economía española (déficit en la balanza por cuenta corriente, tasa de ahorro doméstica baja). En este sentido, la coyuntura de *credit crunch* en los mercados globales de crédito se ha producido en una época en que los bancos españoles están bien capitalizados para afrontar un período de escasez temporal de financiación y, además, gozan de la confianza de sus acreedores internacionales. La permanencia dilatada en el tiempo de esta restricción de crédito y el mantenimiento de las primas de riesgo, junto a la desaceleración de la economía española, podría derivar en un proceso de ajuste en términos de menos consumo, menos inversión, menos empleo y, en consecuencia, menos crecimiento.

El Director-Gerente Rodrigo Rato recomendó extremar la prudencia ante los efectos de restricción de crédito a medio plazo provocados por la crisis *subprime*, particularmente en las economías con elevados déficit por cuenta corriente que dependen de una financiación procedente del mercado global

El Director-Gerente del FMI ha llamado la atención sobre los riesgos provocados por las turbulencias de la crisis *subprime* en las economías emergentes más vulnerables (deuda soberana elevada, inadecuada estructura de la deuda, fondos



Rodrigo Rato y Robert Zoellick con los ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales del G7

en moneda extranjera para financiar préstamos locales). La afluencia de capitales hacia países emergentes se ha sextuplicado en los últimos cinco años. El fácil acceso de los países emergentes a los mercados de capitales a través de productos estructurados de alta rentabilidad puede volverse en contra si los fondos de inversión libre se retiran de sus mercados. No obstante, una buena parte de las economías emergentes afrontan las turbulencias desde posiciones más saneadas y estables que en el pasado. En particular, el crecimiento de los Fondos soberanos refleja la acumulación de activos externos por parte del sector oficial de los países emergentes exportadores de materias primas que, junto a la masiva afluencia de capitales, se ha traducido en excedentes por cuenta corriente y elevados niveles de reservas de divisas. La capacidad para emitir deuda denominada en la divisa doméstica refleja las diferencias con crisis precedentes.

La crisis *subprime* también ha resaltado, entre otras lecciones, la relevancia de los Bancos Centrales como garantes de

la estabilidad del sistema bancario y como prestadores de liquidez en última instancia. El riesgo bancario ha incorporado plenamente el riesgo de iliquidez, dada la mayor dependencia de las entidades en la captación de recursos procedentes de los mercados. Así mismo, la difusión global de la crisis de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses ha evidenciado la trascendencia de las competencias de los Bancos Centrales sobre la formación de la estructura temporal de la curva de tipos de interés. Otra lección consiste en la necesidad de una adecuada cooperación entre los organismos financieros internacionales con las autoridades monetarias y de los propios bancos centrales entre sí.

La prevención y la gestión de la crisis han cuestionado la naturaleza fragmentada de la regulación financiera en Estados Unidos entre la Administración federal y los Estados. De igual forma, han vuelto a poner en evidencia la existencia de una multiplicidad de reguladores europeos en un mercado financiero crecientemente integrado. En particular, el Reino Unido

IMF's CLASS NOTES DE LA CRISIS SUBPRIME

La crisis *subprime* ha reafirmado la importancia de disponer de una atalaya internacional como el FMI. De hecho, con bastantes fechas de antelación, el Director-Gerente Rodrigo Rato anunció, el 1 de febrero de 2006, la creación de un nuevo Departamento –a través de la fusión de otros ya existentes– encargado del análisis de las cuestiones monetarias, los mercados de capitales y las instituciones financieras. Jaime Caruana, que fuera Gobernador del Banco de España, fue designado Director de dicho Departamento.

El *Global Financial Stability Report* del FMI (septiembre de 2007), coordinado por Jaime Caruana, ha extraído un conjunto de lecciones provisionales de este episodio de turbulencia:

1. El mercado debe conocer los métodos utilizados para gestionar, valorar y contabilizar los riesgos, para poder diferenciar entre los distintos y sofisticados productos estructurados y derivados financieros. Esta circunstancia requiere una información exacta y puntual de los riesgos subyacentes que se transfieren. El mercado debe poder evaluar la solvencia de las instituciones financieras mediante una mayor transparencia de sus vínculos con los gestores de activos, los canales y los instrumentos de inversión estructurada, y las sociedades instrumentales situadas fuera del balance.
2. La innovación, diversificación e integración financiera surgidas en los años 90 y desarrolladas en los últimos años –particularmente, la titulización– han mejorado la eficiencia en la asignación del ahorro global hacia las empresas y las familias demandantes de crédito. Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) han transmitido y diversificado el riesgo, que ya no se concentra en la actividad crediticia de los balances bancarios, protegiendo así al sistema financiero de la inestabilidad provocada por las turbulencias. No obstan-



Jaime Caruana, Consejero y Director del Departamento de Asuntos Monetarios y Mercados de Capitales del FMI

te, la titulización ha diluido los incentivos de las entidades originadoras de los créditos en el control de los riesgos de las familias que habían accedido a los préstamos hipotecarios. Debe mejorarse la supervisión y las salvaguardias a lo largo de la cadena de productos estructurados.

3. La crisis *subprime* ha abierto el debate sobre los intereses contrapuestos que tienen las agencias de calificación crediticia en relación con la atribución del *rating* de calidad de los productos estructurados. La experiencia reciente recomienda que las agencias de calificación realicen una escala de los diferentes tipos de obligaciones, ya que otorgaron el mismo *rating* a instrumentos muy diferentes (*Class A (AAA)*, *Class M (mezzanine)*).
4. Las entidades originadoras de activos ilíquidos complejos deberían proporcionar un mercado secundario que permita su valoración a un precio fiable. Los inversores deberán añadir una prima de riesgo por liquidez al precio de los activos. Las instituciones que aceptan dichos títulos como garantía deberán calcular una quita por la eventualidad de dicha falta de liquidez.
5. El riesgo bancario se ha revelado más amplio, dado que el riesgo reputacional ha obligado a las entidades a asumir pérdidas de entidades jurídicamente independientes. La innovación financiera ha posibilitado la existencia de pasivos contingentes o fuera de balance que distribuyen el riesgo, pero pueden regresar bajo distintas formas al balance del banco. Esta circunstancia obliga a los supervisores y a las entidades financieras a evaluar sus sistemas de control de riesgo, procedimientos de auditoría y estructuras de supervisión interna y de gobierno.
6. Los métodos y las técnicas en la gestión y control del riesgo de mercado utilizados por los bancos de inversión y los *hedge funds* pueden haber exacerbado la volatilidad. La similitud de dichos métodos fomentó la toma de riesgos en el período expansivo, al tiempo que aceleró las decisiones simultáneas de deshacer posiciones en activos con riesgo cuando revirtió la coyuntura favorable.
7. Las reformas del sistema financiero doméstico (apertura, supervisión, regulación, *governance*, transparencia) contribuyen a la mejora de la profundidad, liquidez y calidad de los mercados de renta variable, al tiempo que –junto a la solidez macroeconómica e institucional y la apertura comercial– reducen los efectos de las perturbaciones originadas por la volatilidad de los movimientos de capitales (*carry trades*).



FUENTE: FMI

se vio obligado a aumentar la garantía de los depositantes para diluir la aparición de pánicos bancarios.

Así mismo, la crisis ha cuestionado el marco legal y la necesidad o la inconveniencia de una mayor regulación y transparencia de los nuevos operadores (bancos tituladores de paquetes de préstamos estructurados, *hedge funds*, *private equity*, etc.). La innovación financiera y la integración global de los mercados de capitales han permitido una mejor transmisión y diversificación del riesgo, particularmente a través de la titulización. No obstante, la supervisión y la regulación de las instituciones y los productos aportados por la innovación financiera deberán reforzarse con objeto de reducir los riesgos sistémicos que pudieran afectar la estabilidad del conjunto del sistema financiero.

Las autoridades reguladoras deberán evaluar la protección efectiva de las familias demandantes de préstamos hipotecarios que fueron objeto de prácticas depredadoras, distinguiéndolas de aquellas que incurrieron en comportamientos arriesgados o fraudulentos en sus demandas de crédito. La nueva regulación también deberá velar por una mayor transparencia del proceso de diversificación del riesgo y de los activos involucrados, en beneficio de la decisión racional y la diligencia

debida por parte de los inversores y ahorradores individuales e institucionales.

Las crisis financieras siempre son historias de excesos: la euforia inicial aumenta el precio de los activos y la expansión del crédito en un proceso dirigido por la especulación y el menosprecio por el riesgo, hasta que la aparición de la desconfianza hunde los precios, provocando los impagos por la restricción de la liquidez y del crédito, la huida hacia activos más seguros y, finalmente, el pánico. La necesaria purga, bajo la forma de ajuste correctivo de los precios de los activos y de la mayor aversión al riesgo, pone de nuevo las cosas en su sitio. Como se dice en los mercados, *toda burbuja tiene su aguja* y, cuando se encuentran, una nueva oleada de inversores aprende lecciones muy antiguas.

El FMI ha extraído unas lecciones de la crisis *subprime* que orientarán un nuevo marco legal y de supervisión –o un régimen voluntario– de los productos financieros estructurados y de los mercados de derivados, así como de los operadores que canalizan el ahorro global hacia los demandantes de crédito (entidades prestadoras, agencias de calificación de riesgos, bancos de inversión, *hedge funds*, sociedades instrumentales)

A MODO DE CONCLUSIÓN: MÁS MULTILATERALISMO, MÁS FMI

Las reformas impulsadas por Rodrigo Rato como *Managing Director* del Fondo Monetario Internacional (FMI) se orientan a la adaptación de la institución a las nuevas realidades económicas del siglo XXI, en línea con las responsabilidades estipuladas por el Artículo 1 de su Convenio Constitutivo: fomentar la estabilidad cambiaria y el establecimiento de un sistema multilateral de pagos a través de la cooperación monetaria internacional y de la puesta a disposición de sus recursos técnicos y financieros –con las garantías adecuadas– a los países miembros con dificultades de balanza de pagos, con el objetivo final de facilitar el crecimiento del comercio internacional, del empleo y de los ingresos reales.

De esta forma, la Estrategia a Medio Plazo (MTS) del Director-Gerente Rodrigo Rato entronca con los principios centrales que inspiraron la creación del FMI en Bretton Woods en 1944: un sistema financiero internacional estable que facilite la expansión del comercio mundial y, en consecuencia, promueva el crecimiento económico y el bienestar.

BIBLIOGRAFÍA

Fondo Monetario Internacional, www.imf.org

Las dos publicaciones de referencia del FMI son el *World Economic Outlook* y el *Global Financial Stability Report*.

El FMI publica también el *Annual Report*, *IMF Survey (IMF in Focus)*, *Finanzas & Desarrollo (Finance & Development)*, *Estudios Temáticos (Issues Briefs)*, *IMF Staff Papers*, *IMF Research Bulletin*, *Working Papers*, *Country Reports*, *Article IV Staff Reports*, *Economic Issues*, *Policy Discussion Papers*, *Occasional Papers* y una extensa lista de referencias de libros, manuales y guías.

El *staff* del FMI elabora unas *Fichas Técnicas (Factsheets)* que incluyen los datos básicos, las funciones y la financiación del organismo. Las *Notas de Información al Público (Public Information Notices)* recogen las deliberaciones del Directorio Ejecutivo y los Informes de la Supervisión Bilateral con los países miembros.

El profesor Simon Johnson (Sloan School of Management, MIT), actualmente Consejero Económico y Director del Departamento de Investigación del FMI, mantiene un *blog* en la dirección <http://blog-research.imf.org/>

El FMI elabora excelentes estadísticas internacionales, tales como *World Economic Outlook Databases*, *International Financial Statistics*, *Balance of Payment Statistics*.



Este artículo se ha documentado, muy particularmente, en las siguientes transcripciones de conferencias y artículos del Director-Gerente Rodrigo Rato (2004-2007):

RATO, R. (2004) *Remarks, Third Regional Conference on Central America*, San Pedro Sula (Honduras), 9 de julio de 2004.

(2004) *Remarks at the IMF Regional Summit*, Entebbe (Uganda), 6 de agosto de 2004.

(2004) *The IMF at 60 – Evolving Challenges, Evolving Role*, Conference on *Dollars, Debts and Deficits – 60 Years After Bretton Woods*, Madrid (España), 14 de junio de 2004.

(2004) *A Partnership for Growth and Poverty Reduction in Africa*, Extraordinary Summit of the African Union, Ouagadougou, 8 de septiembre de 2004.

(2004) *Africa Has a Fighting Chance*, *Sunday Times*, South Africa, 13 de septiembre de 2004.

(2004) *The IMF at 60: Evolving Role, Current Challenges*, Council on Foreign Relations, Nueva York (USA), 20 de septiembre de 2004.

(2004) *Remarks at the Summit of World Leaders for Action Against Hunger and Poverty*, Nueva York (USA), 20 de septiembre de 2004.

(2004) *Remarks at a panel on The IMF's Evolution and the Challenges Ahead*, 20th Anniversary Annual Meeting of the Bretton Woods Committee, Washington D.C. (USA), 30 de septiembre de 2004.

(2004) *Remarks at a Meeting With African Governors of the IMF*, Washington D.C. (USA), 1 de octubre de 2004.

(2004) *Address to the Board of Governors of the IMF*, Washington D.C. (USA), 3 de octubre de 2004.

(2004) *Remarks at the World Trade Organization's General Council Meeting on Coherence*, Ginebra (Suiza), 22 de octubre de 2004.

(2004) *Remarks at the Meeting of the Ministers of Finance and Governors of the Cooperation Council of the Arab States of the Gulf*, Jeddah (Arabia Saudita), 23 de octubre de 2004.

(2004) *Keynote Speech, Middle East Technical Assistance Center*, Beirut (Líbano), 25 de octubre de 2004.

(2004) *Remarks to Members of the Mexican Congress*, México D.F. (México), 8 de noviembre de 2004.

(2004) *El FMI: El Camino por Delante*, Universidad de Oviedo, Oviedo (España), 24 de noviembre de 2004.

(2004) *Los Beneficios de la Consolidación Fiscal*, Real Academia de Doctores, Barcelona (España), 25 de noviembre de 2004.

(2004) *Dirigir Empresas en la Nueva Europa*, III Congreso de Directivos CEDE, Valencia (España), 25 de noviembre de 2004.

(2004) *Desafíos y Oportunidades en América Latina*, Parlamentarios Latinoamericanos en Fundación FAES, Madrid (España), 26 de noviembre de 2004.

(2005) *Is the IMF's Mandate Still Relevant?*, Global Agenda, enero 2005.

(2005) *Latin America in the Global Economy. Challenges and Opportunities*. Canning House, Londres (Reino Unido), 4 de febrero de 2005.

(2005) *Global Imbalances and Global Poverty – Challenges for the IMF*, Columbia University, Nueva York (USA), 23 de febrero de 2005.

(2005) *Correcting Global Imbalances – Avoiding the Blame Game*, Foreign Policy Association Financial Services, Nueva York (USA), 23 de febrero de 2005.

(2005) *Statement at the London Meeting on Supporting the Palestinian National Authority*, Londres (Reino Unido), 1 de marzo de 2005.

(2005) *Opening Remarks at a Press Conference*, Shanghai (China), 15 de marzo de 2005.

(2005) *Prospering in a Globalized Economy*, Reserve Bank of India, Mumbai (India), 17 de marzo de 2005.

(2005) *Capital Markets in a Global Economy. Recent Developments*, Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Madrid (España), 1 de abril de 2005.

(2005) *Sustaining Global Growth and Stability. The Role of the IMF*, Georgetown University, Washington D.C. (USA), 6 de abril de 2005.

(2005) *Opportunities and Challenges for Economic Development in the Americas*, Conference of the International Foundation for Liberty, the Atlas Economic Reserch Foundations and the Foundation for Economic Education, Nueva York, 20 de abril de 2005.

(2005) *Capacity Building in Africa and the IMF's Role*, African Development Bank Annual Meeting Symposium, Abuja (Nigeria), 17 de mayo de 2005.

(2005) *Opening Session of the ECLAC-IMF Round Table Seminar on Building Prosperity in Latin America and the Caribbean, Macroeconomic and Reform Priorities*, Santiago de Chile (Chile), 30 de mayo de 2005.

(2005) *The IMF in a Changing World*, IMF/Bundesbank Symposium, Frankfurt (Alemania), 8 de junio de 2005.

(2005) *Address on the Occasion of his Acceptance of the New Economic Forum Award*, Madrid (España), 9 de junio de 2005.

(2005) *A Brief Survey of Global Economic Developments*, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Madrid (España), 9 de junio de 2005.

(2005) *The International Monetary Fund and Global Stability*, Iese Business School, Madrid (España), 10 de junio de 2005.

(2005) *The Quality of Fiscal Adjustment, Dutch Constituency*, Tblisi (Georgia), 12 de junio de 2005.

(2005) *Desafíos y Perspectivas de la Economía Mundial*, Instituto Cervantes, Nueva York, 16 de junio de 2005.

(2005) *Global Imbalances and Poverty. Challenges for the World Economy*, National Press Club, Ottawa (Canadá), 20 de junio de 2005.

(2005) *Remarks at the High-Level Plenary Meeting of the UN General Assembly*, Nueva York, 14 de septiembre de 2005.

INFORME ECONÓMICO ESADE

El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007): Rodrigo Rato, *Managing Director*

- (2005) *Remarks at the Institute for International Economics Conference on IMF Reform*, Washington D.C. (USA), 23 de septiembre de 2005.
- (2005) *Remarks to the Board of Governors of the IMF at the Joint Annual Discussion*, Washington D.C. (USA), 24 de septiembre de 2005.
- (2005) *The Global Economic Outlook and Risks from Global Imbalances*, Spain-USA Chamber of Commerce, Miami (USA), 30 de septiembre de 2005.
- (2005) *A Medium-Term Strategy for the IMF*, Borsen (Dinamarca), 3 de octubre de 2005.
- (2005) *Opening Statement at the G-20 Finance Ministers Meeting Press Conference*, Xianghe (China), 15 de octubre de 2005.
- (2005) *Speech at the Meeting of the Ministers of Finance and Governors of the Cooperation Council of the Arab States of the Gulf*, Jeddah (Arabia Saudita), 18 de octubre de 2005.
- (2005) *Globalization and the New Priorities of the IMF*, Círculo de Economía, Barcelona (España), 20 de octubre de 2005.
- (2005) *The Role of the IMF in Safeguarding Global Financial Stability*, Institut Internacional d'Estudis Bancaris (IIEB), Barcelona (España), 21 de octubre de 2005.
- (2005) *Cómo Mantener el Crecimiento de la Economía Mundial*, Barcelona Meeting Point, Barcelona (España), 25 de octubre de 2005.
- (2005) *La Economía Mundial y los Desafíos para Europa*, Entrega de la Medalla de Oro de la Generalitat de Catalunya a "la Caixa", Barcelona (España), 25 de octubre de 2005.
- (2005) *Luncheon Remarks at the Sixth Jacques Polar Annual Research Conference*, Washington D.C. (USA), 3 de noviembre de 2005.
- (2005) *Building Better Institutions*, 23rd Annual Monetary Conference on Monetary Institutions and Economic Development, Cato Institute, Washington D.C. (USA), 3 de noviembre de 2005.
- (2005) *Introductory Remarks at the International Symposium of the Banque de France on Productivity, Competitiveness and Globalization, Session on Economic Adjustment and Policy Responses*, París (Francia), 4 de noviembre de 2005.
- (2005) *Global Imbalances and the Transatlantic Relationship*, European Institute, Washington D.C. (USA), 10 de noviembre de 2005.
- (2005) *Remarks to the Frankfurt European Banking Congress*, Frankfurt (Alemania), 18 de noviembre de 2005.
- (2005) *Introductory Remarks at the Conference on Trade Facilitation in Algeria, Morocco and Tunisia*, Algiers (Argelia), 21 de noviembre de 2005.
- (2005) *Problemas y Aspectos de la Economía Mundial: Una Llamada a la Acción*, Instituto San Telmo, Sevilla (España), 22 de noviembre de 2005.
- (2006) *Brazil Resurgent*, Brasilia (Brasil), 10 de enero de 2006.
- (2006) *Remarks at the Farewell Dinner for Alan Greenspan*, IMF Headquarters, Washington D.C. (USA), 24 de enero de 2006.
- (2006) *Shared Responsibilities: Solving the Problem of Global Imbalances*, University of California at Berkeley, California (USA), 3 de febrero de 2006.
- (2006) *The IMF's Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions*, Aspen Institute, Roma (Italia), 9 de febrero de 2006.
- (2006) *Making a Blessing of Oil: Sources of Growth in the CEMAC Region*, Seminar on Sources of Growth, Bata (Guinea Ecuatorial), 15 de marzo de 2006.
- (2006) *The IMF's Medium-Term Strategy for Low-Income Countries*, Regional Roundtable on Policies for Growth and Development and the Challenges of Scaling-Up Aid, Lusaka (Zambia), 16 de marzo de 2006.
- (2006) *The IMF's Medium-Term Strategy: Meeting the Needs of Emerging Market Members*, Banco de México, México D.F. (México), 23 de marzo de 2006.
- (2006) *Latin America: Structural Reforms and Competitiveness*, Mexican Bankers Association Convention, Acapulco (México), 24 de marzo de 2006.
- (2006) *How the IMF Can Help Promote a Collaborative Solution to Global Imbalances*, Center for European Studies, Harvard Business School, Boston (USA), 4 de abril de 2006.
- (2006) *A Call for Cooperation: What the IMF and its Members Can Do to Solve Global Economic Problems*, Institute for International Economics Lunch Meeting to Discuss Reform of the IMF, Washington D.C. (USA), 20 de abril de 2006.
- (2006) *A Rising Tide Lifts All Boats: How Europe, by Promoting Growth, Can Help Itself and Help the World*, Austrian National Bank Seminar, Viena (Austria), 22 de mayo de 2006.
- (2006) *The IMF in Asia and the World Economy*, Economic Society, Singapur (Singapur), 24 de mayo de 2006.
- (2006) *The Changing Role of the IMF in Asia and the Global Economy*, National Press Club, Canberra (Australia), 13 de junio de 2006.
- (2006) *Meeting the Challenges of 21st Century Globalization: The IMF's Medium Term Strategy*, National Museum of Australia, Canberra (Australia), 14 de junio de 2007.
- (2006) *Adapting to the Changing Global Economy: The IMF's Medium-Term Strategy*, Working Breakfast, Wellington (Nueva Zelanda), 16 de junio de 2006.
- (2006) *Renewing the IMF's Commitment to Low-Income Countries*, Center for Global Development, Washington D.C. (USA), 31 de julio de 2006.
- (2006) *Progress in Implementing the Fund's Medium-Term Strategy*, Foreign Correspondents's Club, Tokio (Japón), 3 de agosto de 2006.
- (2006) *Opening Remarks*, Press Briefing for Asia and Pacific Press, Washington D.C. (USA), 31 de agosto de 2006.
- (2006) *Key Steps in IMF Reform: Taking Stock on the Eve of the Annual Meetings in Singapore*, Brookings Institution, Washington D.C. (USA), 5 de septiembre de 2006.
- (2006) *Meeting the Challenges of 21st Century Globalization: The Medium-Term Strategy of the IMF*, Spruce Meadows Roundtable, Calgary (Canadá), 8 de septiembre de 2006.
- (2006) *Prospects for the World Economy*, OPEC's Third Annual Conference, Viena (Austria) 12 de septiembre de 2006.
- (2006) *Statement On the Occasion of the General Assembly Meeting on Least Developed Countries*, UN General Assembly Meeting, Nueva York, 18 de septiembre de 2006.
- (2006) *Remarks to the Board of Governors of the IMF at the Joint Annual Discussion*, 2006 Annual Meetings of the IMF and the World Bank Group, Singapur (Singapur), 19 de septiembre de 2006.
- (2006) *Energy Policy in the Global Economy*, Energy and Minerals Business Council Meeting, Melbourne (Australia), 18 de noviembre de 2007.
- (2006) *Qué Puede Hacer Europa en Beneficio de la Economía Mundial y de Sí Misma*, Foro de Cádiz, Cádiz (España), 21 de noviembre de 2006.
- (2006) *La Creciente Integración del Sector Financiero en la Economía*, Colegio de Economistas, Madrid (España), 23 de noviembre de 2006.
- (2006) *Latin America: Between Populism and Modernity*, Internacional Foundation for Liberty Conference Cato Institute, Washington D.C. (USA), 30 de noviembre de 2006.
- (2006) *Introductory Remarks at the Conference on Financial Sectors Reforms and Prospects for Financial Integration in the Maghreb Countries*, Rabat (Morocco), 20 de diciembre de 2006

INFORME ECONÓMICO ESADE

El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007): Rodrigo Rato, *Managing Director*

(2007) *The Benefits of Partnership: Keynote Speech for the Inauguration of the Central AFRITAC*, Libreville (Gabón), 9 de enero de 2007.

(2007) *Meeting Global Economic Challenges: How Europe Can Support a Multilateral Approach*, Georgetown University, Washington D.C. (USA), 17 de enero de 2007.

(2007) *Ten Years After the Asian Currency Crisis: Future Challenges for the Asian Economies and the Financial Markets*, The Bank of Japan Symposium, Tokio (Japón), 22 de enero de 2007.

(2007) *Conferencia de Alto Nivel Sobre Inversión en Centroamérica*, San José (Costa Rica), 2 de febrero de 2007.

(2007) *Remarks at the Liberia Partner's Forum*, Washington D.C. (USA), 13 de febrero de 2007.

(2007) *The Way Forward for Reform in Latin America*, Latin American Business Association Conference, Columbia Business School, Nueva York (USA), 16 de febrero de 2007.

(2007) *Speech, The Harvard Business School Alumni Dinner*, Washington, D.C. (USA), 26 de febrero de 2007.

(2007) *Palabras pronunciadas en la Conferencia Intergubernamental sobre Países de Renta Media*, Madrid (España), 1 de marzo de 2007.

(2007) *Retos y Oportunidades para el Sector Financiero y para las Cajas de Ahorro*, Confederación Española de Cajas de Ahorro, Madrid (España), 2 de marzo de 2007.

(2007) *Responding to Shifts in Financial Risk: the Need for Leadership*, Wharton School, University of Pennsylvania, Pennsylvania (USA), 23 de marzo de 2007.

(2007) *Palabras pronunciadas al aceptar el Premio Club Financiero Génova*, Madrid (España), 30 de marzo de 2007.

(2007) *Cómo Mantener el Crecimiento Económico Global*, I Foro de Economía de la Comunidad de Madrid, Madrid (España), 30 de marzo de 2007.

(2007) *Speech at the Peterson Institute for International Economics*, Washington D.C. (USA), 9 de abril de 2007.

(2007) *Speech at the MIT Sloan School of Management*, Cambridge, Massachusetts (USA), 27 de abril de 2007.

(2007) *Speech at the 37th Washington Conference*, Council of the Americas, Washington, D.C. (USA), 2 de mayo de 2007.

(2007) *Reducir los Desequilibrios del Mundo, El País*, 10 de mayo de 2007.

(2007) *Positioning the Fund to Meet Global Challenges*, Statement to Members of the Treasury and International Development Select Committees of the House of Commons of the UK Parliament, Londres (Reino Unido), 14 de mayo de 2007.

(2007) *Steering a Course Through the Torrent of Change: Principles for Reform of the IMF*, Bretton Woods Committee, Washington D.C. (USA), 12 de junio de 2007.

(2007) *Keeping the Train on the Rails: How Countries in the Americas and Around the World Can Meet the Challenges of Globalization*, International Economic Forum of the Americas Conference, Montreal (Canadá), 18 de junio de 2007.

(2007) *Scanning the Horizon: Monitoring and Managing Financial Market Risks*, Economic Club of Toronto, Toronto (Canadá), 19 de junio de 2007.

(2007) *Confronting the Future with Wisdom and Courage*, European Ideas Network and International Republican Institute Seminar on *The Future of the World Economy*, Washington D.C. (USA), 19 de julio de 2007.

(2007) *Capital Flows in an Interconnected World*, SEACEN Governors Conference, Bangkok (Tailandia), 28 de julio de 2007.

(2007) *Reaping the Benefits of Globalization: Economic Prospects and Challenges for Asia*, Manila (Filipinas), 31 de julio de 2007.

(2007) *Economic Growth and Financial Market Development: A Strengthening Integration*, 3rd International Derivatives and Financial Market Conference, Campos do Jordao (Brasil), 22 de agosto de 2007.

(2007) *El Sistema Financiero a Prueba*, ABC, 3 de septiembre de 2007.

(2007) *The Implications of Recent Financial Market Turbulence for the Global Economy*, Ambrosetti Forum, Cernobbio (Italia), 7 de septiembre de 2007.

(2007) *Políticas Macroeconómicas y Equidad Social*, Conferencia CEPAL-FMI, Lima (Perú), 20 de septiembre de 2007.

(2007) *Las Tensiones del Crecimiento: Perspectivas Económicas y Factores Fundamentales para el Desarrollo Humano*, Club de Roma, Madrid (España), 24 de septiembre de 2007.

(2007) *Discurso ante la Asociación Iberoamericana de Cámaras de Comercio*, Madrid (España), 8 de octubre de 2007.

(2007) *Discurso ante la Junta de Gobernadores del FMI en las Deliberaciones Anuales Conjuntas*, Washington D.C. (USA), 22 de octubre de 2007.



(2007) *El Mundo después de la Crisis en los Mercados de Crédito: Perspectivas y Retos Económicos*, 30^º aniversario de la Confederación Empresarial Valenciana, Valencia (España), 25 de octubre de 2007.

La Oficina Independiente de Evaluación (Independent Evaluation Office (IEO) publica regularmente informes sobre las actividades del FMI, que se han consultado:

INDEPENDENT EVALUATION OFFICE (IEO) (2002) *Evaluation of Prolonged Use of IMF Resources*, 25 de septiembre de 2002.

(2003) *IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil*, 28 de julio de 2003.

(2003) *Evaluation of Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs*, 9 de septiembre de 2007.

(2004) *Report on the Evaluation of Poverty Reduction Strategy Papers (PRSPs) and The Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)*, 6 de julio de 2004.

(2004) *Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina, 1991-2001*, 28 de julio de 2004.

(2005) *Report on the Evaluation of Technical Assistance Provided by the Fund*, 31 de enero de 2005.

(2005) *PRSP Evaluation - Ten Country Compendium*, 13 de abril de 2005.

(2005) *Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization*, 20 de abril de 2005.

(2006) *Report on the Evaluation of the Financial Sector Assessment Program*, 5 de enero de 2006.



(2006) *An Evaluation of the IMF's Multilateral Surveillance*, 7 de abril de 2006.

(2007) *An Evaluation of The IMF and Aid to Sub-Saharan Africa*, 12 de marzo de 2007.

(2007) *Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999-2005*, 17 de mayo de 2007.

El staff del FMI elabora un extenso número de análisis y documentos, y celebra seminarios, conferencias y workshops. En particular, se han consultado:

CARUANA, J. (2007) *Global Financial Market Risk – Who is Responsible for What? Conference on Financial Stability*, Heinrich Böll Foundation/German Association of Banks, Berlín (Alemania), 30 de mayo de 2007.

COTTARELLI, C. & MATEOS Y LAGO, I. (2007) *Helping the Global Economy Stay in Shape*, IMF Finance and Development, Vol. 44, Nº 3, septiembre, pág. 48-51.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007) *Global Financial Stability Report*, septiembre de 2007.

DERVIZ, A. & PODPIERA, J. (2007) *Cross-Border Lending Contagion in Multinational Banks*, European Central Bank, Working Paper Series, Nº 807, septiembre de 2007.

KIFF, J. & MILLS, P. (2007) *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF Working Paper, 07/188.

KRUEGER, Anne O. (2004) *The IMF at 60: What Role for the Future?* Lecture at the Central Bank of Iceland, Reykjavik (Islandia), 24 de junio de 2004.

MIRAKHOR, A. & ZAIDI, I. (2006) *Rethinking the Governance of the International Monetary Fund*, IMF Working Paper 06/273.

ROUBINI, N. (2007) *The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets*, IMF Seminar, Washington D.C. (USA), 13 de septiembre de 2007.

VIR BHATIA, A. (2007) *New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S. Financial Sector*, IMF Working Paper, WP/07/195.

FEDERAL RESERVE SYSTEM, www.federalreserve.gov

La información sobre la globalización y la innovación financiera y la crisis de las hipotecas de alto riesgo se ha documentado, en particular, a través de las publicaciones de la Reserva Federal de Estados Unidos.

BERNANKE, B. S. (2007) *Regulation and Financial Innovation*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech to the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2007 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia (USA), 15 de mayo de 2007.

(2007) *The Subprime Mortgage Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois (USA), 17 de mayo de 2007.

(2007) *The Housing Market and Subprime Lending*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech to the 2007 International Monetary Conference, Ciudad del Cabo, Sudáfrica, 5 de junio de 2007.

(2007) *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming (USA), 31 de agosto de 2007.

(2007) *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, Board of Governors of the Federal Reserve System. Bundesbank Lecture, Berlín (Alemania), 11 de septiembre de 2007.

MISHKIN, F.S. (2007) *Globalization and Financial Development*, Board of Governors of the Federal Reserve System. Speech at the Econometric Society at Duke University Lecture, Durham, Carolina del Norte (USA), 23 de junio de 2007.

(2007) *Outlook and Risks for the U.S. Economy*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech to Money Marketers of New York University, Nueva York (USA), 10 de septiembre de 2007.

WARSH, K. (2007) *Financial Market Developments*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech to the State University of New York at Albany's School of Business, Albany, Nueva York (USA), 21 de septiembre de 2007.



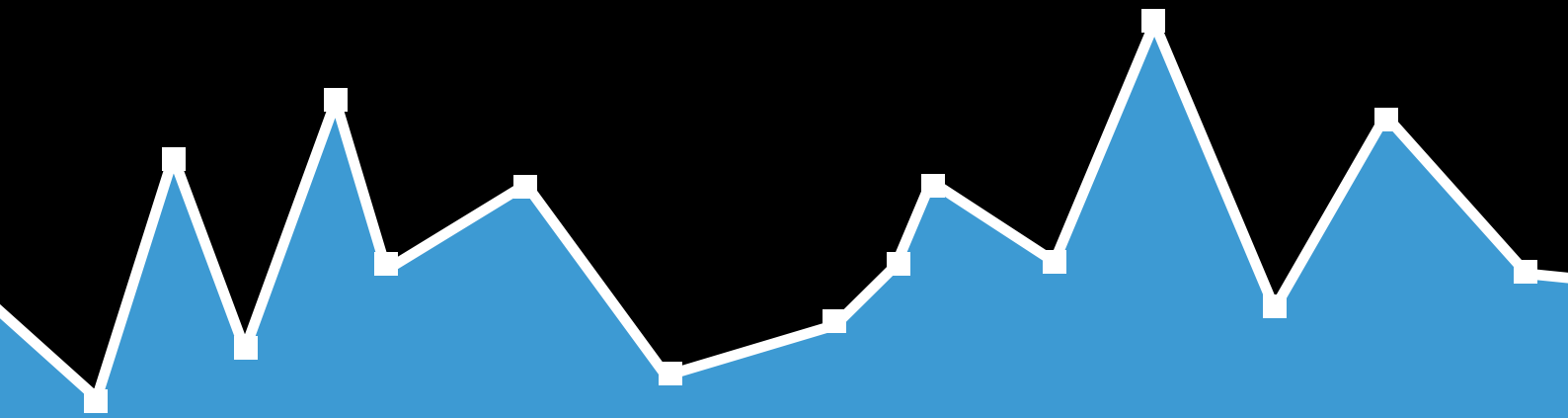
OTRAS FUENTES DOCUMENTALES

BERVAS, A. (2006) *Market Liquidity and Its Incorporation into Risk Management*, *Financial Stability Review*, Nº 8 (mayo), pág. 63-79.

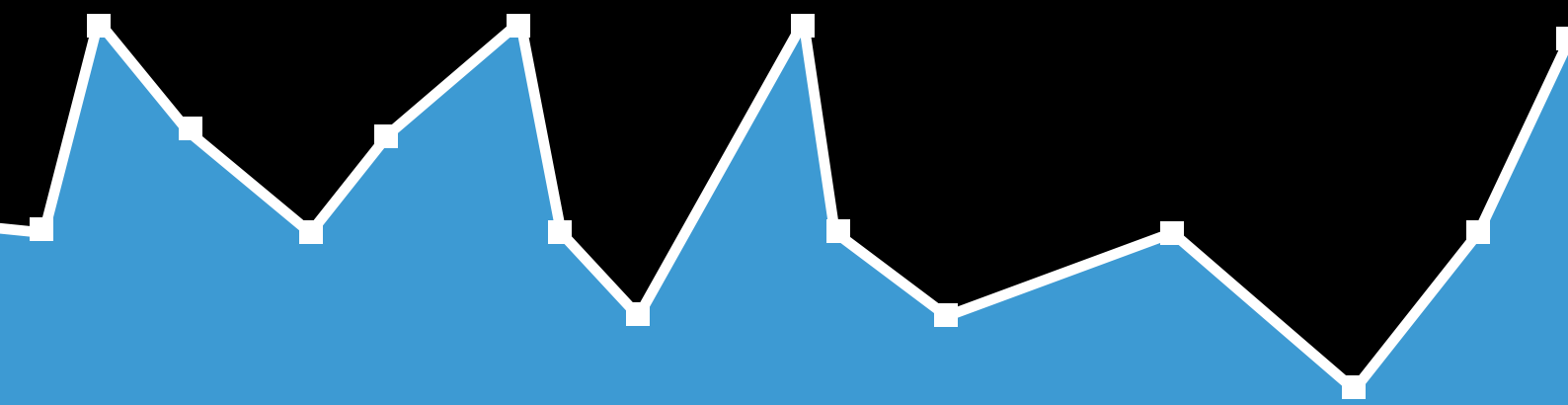
BOOKSTABER, R. (2007) *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*, Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons.

STURZENEGGER, F. & ZETTELMEYER, J. (2007) *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, The MIT Press, 397 pág.

DOCUMENTOS



El Informe Stern sobre la Economía
del Cambio Climático



The background of the page is a photograph of a massive glacier. The top portion of the image shows the jagged, white peaks of the ice. The bottom portion is a deep blue, representing the water of a glacier lake or a meltwater stream. A white line graph is overlaid on the blue section, showing a fluctuating trend with several peaks and troughs. The text is centered in a blue box in the upper right quadrant.

El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático

El *Informe sobre la Economía del Cambio Climático*, encargado y financiado por el Gobierno británico en el año 2005, sería entregado en el último trimestre de 2006, al propio ministro de Finanzas, Gordon Brown, y también a su primer ministro, Tony Blair, quienes lo harían suyo y contribuirían a lo que sin duda ha sido una muy significativa labor de difusión de sus conclusiones, en los ámbitos tanto político como académico.

Prof. Pere Puig
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

El Informe titulado *Stern Review on the Economics of Climate Change*, refleja los resultados de un importante estudio realizado por un numeroso equipo de funcionarios y consultores, que han trabajado bajo la dirección de Sir Nicholas Stern, en un proyecto encargado y financiado por el Gobierno británico, entre julio de 2005 y octubre de 2006. Una opinión bastante extendida tiende a calificar el *Informe Stern* de objetivo y le reconoce una elevada calidad técnica. Se le considera como una reflexión esencialmente útil para la orientación de grandes decisiones políticas y debates sobre la cuestión del cambio climático y del calentamiento global del planeta. Los cálculos realizados hasta ahora sobre el valor de los posibles daños provocados por la emisión de gases contaminantes sobre el nivel de bienestar de las futuras generaciones están sujetos, sin embargo, a unos márgenes muy elevados. El Informe estima tales daños como mínimo en un 5% del PIB global. Según qué estimaciones se tuvieran en cuenta, tales daños podrían ascender al 20% del PIB o incluso exceder esta cifra. El *Informe Stern*, que ha alcanzado ya hoy una muy notable influencia, está siendo evaluado favorablemente sobre todo por quienes, desde el punto de vista económico y político, se muestran más partidarios de la aplicación inmediata de enérgicas medidas de contención de las emisiones de gases contaminantes en general y de CO₂ en particular. Existen, no obstante, algunas voces discrepantes entre los expertos. Esto sucede, en particular, entre los economistas estudiosos de la economía del cambio climático, una parte de los cuales no estaría muy de acuerdo en una valoración totalmente positiva del contenido de dicho Informe.

INTRODUCCIÓN

El mes de octubre de 2006, el Gobierno británico presentó un estudio francamente comprehensivo y ambicioso, sobre las consecuencias económicas del cambio climático que lleva por título *Stern Review on the Economics of Climate Change*¹, y que ha dirigido Sir Nicholas Stern, jefe del Servicio Económico y asesor del Gobierno británico en temas de la economía del medio ambiente y, anteriormente, economista jefe del Banco Mundial. El informe que le fue encargado a Nicholas Stern en julio de 2005 por el Ministro de Finanzas, Gordon Brown, fue realizado bajo los auspicios directos del Gabinete del Ministerio de Finanzas del Gobierno británico. Se trata, por tanto, de un trabajo expresamente encargado y financiado por el Gobierno de su Majestad, y que en su mayor parte ha sido escrito por funcionarios que trabajan para dicho gobierno y pertenecen a su propia administración pública.

El texto del Informe fue entregado en su momento al propio ministro de Finanzas, Gordon Brown, y también al primer ministro, Tony Blair, quienes lo harían suyo y lo presentarían de forma conjunta en un gran acto público celebrado en la segunda mitad de 2006. A pesar de que el Informe (*Una revisión* en inglés), había sido expresamente encargado y financiado por el Gobierno de su Majestad, y que en su mayor parte ha sido escrito por funcionarios que trabajan para dicho gobierno, se tiende a considerar este documento como el resultado de unos trabajos en los que se emiten conclusiones plenamente independientes.



Tony Blair, Primer Ministro del Reino Unido (1997-junio 2007)



James Gordon Brown, Ministro de finanzas del Reino Unido (1997-junio 2007)

PRESENTACIÓN GENERAL DEL INFORME SOBRE ECONOMÍA DEL CAMBIO CLIMÁTICO

De hecho, el Informe ha sido realizado por un equipo de más de 20 especialistas, que han colaborado activamente en su elaboración bajo la dirección de Sir Nicholas Stern, contando además con el apoyo de un elevado número de consultores externos. El Informe recopila un muy extenso material de datos e informaciones provenientes de una extensa colección de estudios y documentos anteriormente publicados. Aprovecha también un buen número de trabajos expresamente encargados a consultores externos del proyecto.

Se trata, en definitiva, de un formidable documento cuyo texto inicial comprende más de 550 páginas (sin incluir los anexos) y que abarca de manera ciertamente ambiciosa una variada lista de temas. Una opinión bastante extendida, tanto en el mundo político como también académico, tiende a calificar el *Informe Stern* como un documento objetivo y de una gran calidad técnica. Se le considera, en definitiva, como una reflexión esencialmente útil para la orientación o guía de las grandes decisiones de los gobiernos, en relación con el tema del cambio climático y del calentamiento global del planeta².

El primer ministro, Tony Blair, sería quien dibujaría un cuadro francamente pesimista sobre la situación existente en el conjun-

to del planeta, después de haber revisado el Informe, en el acto mismo de su presentación: “No cabe duda –dijo el primer ministro– de que si la ciencia está en lo cierto, las consecuencias para nuestro planeta van a ser literalmente desastrosas. Sin un conjunto de medidas internacionales de carácter radical encaminadas a reducir las emisiones de carbono a lo largo de los próximos 10 a 15 años, la evidencia (científica) de que disponemos es suficiente como para sugerirnos que podemos perder la oportunidad de alcanzar el control real de los aumentos que ya se están produciendo en nuestra temperatura global”³.

En la síntesis de conclusiones del *Informe Stern* se nos presenta, asimismo, un panorama francamente severo, en una línea de argumentación bastante parecida:

“Si no actuamos en seguida –se nos dice– los costes y los riesgos del cambio climático en su conjunto van a ser equivalentes como mínimo a una pérdida del 5% del PIB global de cada año, de aquí en adelante. Si se tuviera en cuenta un muy amplio abanico de otros riesgos e impactos posibles, las estimaciones de daños podrían llegar a ascender al 20% del PIB o incluso a exceder esta cifra (...). Las acciones que realizamos en nuestros días y las que realizaremos a lo largo de las décadas venideras, pueden crear riesgos que serán de una escala similar a aquellos que asociamos a las grandes guerras y a la depresión económica ocurridas en la primera mitad del siglo XX” (*Summary and Conclusions* p.1).

Las conclusiones que se nos presentan en el *Informe Stern*, tal como se nos avanza en la anterior cita, son ciertamente acuciantes. En ciertos aspectos, el Informe que comentamos presenta unos resultados diametralmente distintos (y en algunos aspectos opuestos) a los que se desprenden de anteriores análisis económicos centrados en modelos y en estudios de prospectiva que en gran parte partieron de los mismos datos básicos o de datos muy parecidos, y emplearon una muy similar estructura analítica.

El Informe presenta unos resultados pesimistas y muy diferentes a los que se desprenden de estudios anteriores

CONTENIDO Y ORIENTACIÓN GENERAL DEL INFORME

El contenido general del *Informe Stern* se ordena en seis grandes apartados o capítulos. En la Parte I del Informe se incluye una introducción, en gran parte definitoria y conceptual, sobre algunos grandes temas de la ciencia del cambio climático y un



William Nordhaus, profesor Sterling de economía de la Universidad de Yale



Sir Nicholas Stern, miembro de la Cámara de los Lores y alto cargo del Ministerio de Finanzas

conjunto de cuestiones económicas y éticas que dicho cambio plantea. En la Parte II, una de las dos que constituyen el cuerpo central del trabajo –de las páginas 55 a la 167– se nos expone de qué modo afectará el cambio climático a la vida de las personas de los más diversos países, los efectos del

cambio climático sobre el desarrollo y los costes derivados del mismo. Se nos presentan, por último, los resultados de la modelización de los impactos o efectos derivados del cambio climático, partiendo de un extenso resumen de resultados de la investigación científica ya existente.

La Parte III (de la página 168 a la 307) está dedicada, en cambio, a estudiar a la segunda gran cuestión del Informe, la relacionada con la proyección de las emisiones de gas y los costes de la estabilización o la mitigación de las emisiones causantes del cambio climático. En este tercer apartado se presentan, entre otras, las proyecciones de crecimiento de las emisiones de gas, los retos de su estabilización y el estudio e identificación de los costes de los esfuerzos de mitigación de las emisiones. A todo ello se añaden los resultados obtenidos mediante la aplicación de modelos macroeconómicos de costes y al análisis de los aspectos relacionados con el cambio estructural y la competitividad. Finalmente, se analizan las oportunidades y beneficios que serían de esperar como consecuencia de la aplicación de las políticas de contención del cambio climático.

La Parte IV aborda con particular detalle el estudio de las diversas estrategias, instrumentos y opciones políticas capaces de dar respuesta a las demandas de mitigación o reducción de emisiones causantes del cambio climático, conjuntamente con temas tales como la posible aceleración del cambio tecnológico y las políticas de fijación de precios a las emisiones de carbono.

En las Partes V y VI se tratan los temas de las respuestas políticas encaminadas a la adaptación a las condiciones del cambio climático, tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo, y las iniciativas y actuaciones que son previsibles en el ámbito cooperativo e internacional. Algunas de tales iniciativas implican la aceptación de hipótesis, no siempre fáciles, sobre la posibilidad de lograr un elevado grado de cooperación entre los gobiernos de las diversas naciones.

En el Executive Summary encontramos, asimismo, algunos de los comentarios y de las afirmaciones que ciertamente caracterizan algunas de las más insistentes recomendaciones de los autores del Informe: “El cambio climático es un fenómeno global tanto por lo que se refiere a sus causas como a sus consecuencias, y el emprender una acción colectiva internacional resultará del todo crítico a la hora de ofrecer una respuesta efectiva, eficiente y equitativa a la escala requerida. Esta respuesta requerirá una cooperación internacional muy profunda

en muchas áreas –sobre todo en la creación de “precios señal” y de los mercados de derechos de emisión de carbono, la investigación sobre las tecnologías asociadas y el despliegue de medidas, así como en las políticas de adaptación, particularmente para países en vías de desarrollo”.

El cambio climático constituye una amenaza global seria y exige una respuesta urgente de carácter internacional

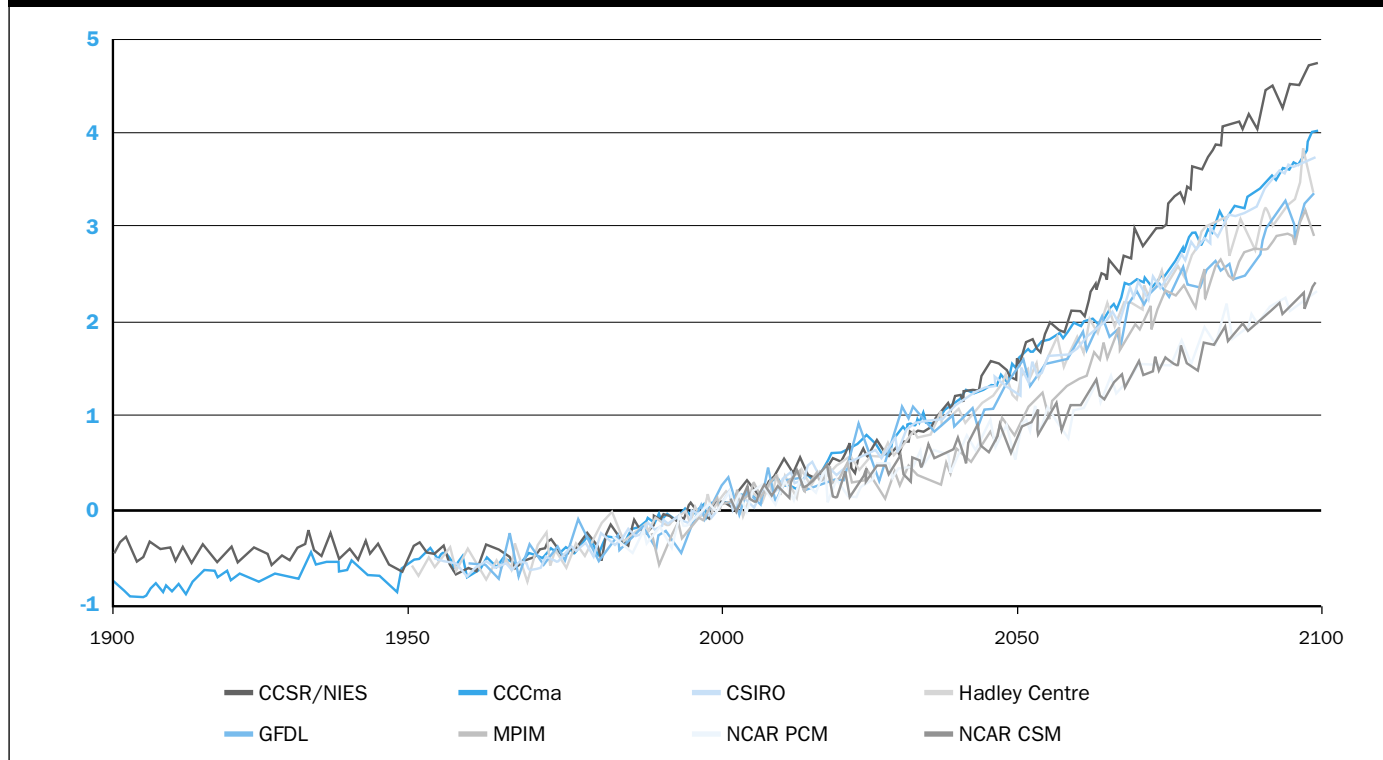
RESUMEN DE ALGUNAS DE LAS CONCLUSIONES MÁS IMPORTANTES

Las conclusiones que a nuestro entender mejor caracterizan, de forma sintética, el mensaje central en términos de **diagnóstico de la situación**, que los autores del Informe pretenden transmitirnos, abarcan esencialmente los puntos siguientes⁴:

- a. El cambio climático constituye sin duda una amenaza global seria y exige una respuesta global urgente. La evidencia científica sobre la que esta afirmación se basa resulta del todo indiscutible.
 - El cambio climático podría llegar a causar un impacto muy serio sobre el crecimiento y el desarrollo de las economías.
 - Si no se toma ninguna acción efectiva para reducir las emisiones de gases contaminantes (supuesto un escenario del tipo “todo sigue igual / *business as usual*) la concentración en la atmósfera de gases causantes del efecto invernadero podría llegar a alcanzar el doble del nivel que se alcanzó en la etapa preindustrial; ello se podría producir en un año tan cercano como 2035, imponiéndonos un aumento de la temperatura global del planeta de más de 2° C.
 - Más a largo plazo, muy particularmente a partir de la mitad del presente siglo, podemos evaluar en más del 50% la probabilidad de que la elevación de la temperatura global del planeta exceda los 5° C.
 - El conjunto de los estudios realizados que tienen en cuenta los riesgos de que se produzcan diversos tipos de impactos y de acontecimientos posibles, sugieren que en el caso de que se optase por la estrategia de no hacer nada (BAU: *Business As Usual*) el cambio climático reduciría nuestro bienestar económico en una cantidad que, según las estimaciones realizadas, se situaría entre el 5% y el 20% del consumo por habitante.
 - Quienes serían más vulnerables –los países y las poblaciones más pobres– sufrirían mucho antes y más a

PROYECCIONES SOBRE EL CALENTAMIENTO GLOBAL⁽¹⁾

Anomalia térmica °C



⁽¹⁾ Cálculos elaborados en o antes de 2001 a partir de una serie de modelos climáticos.

FUENTE: wikipedia.org

fondo dichos efectos. Los costes en términos de cambios extremos en la evolución del tiempo atmosférico, en forma de tormentas, inundaciones o sequías, están ya aumentando hoy en día incluso en los países más ricos.

b. Los costes asociados a la puesta en marcha hoy de políticas de estabilización del clima van a ser sin duda significativos, pero serán manejables.

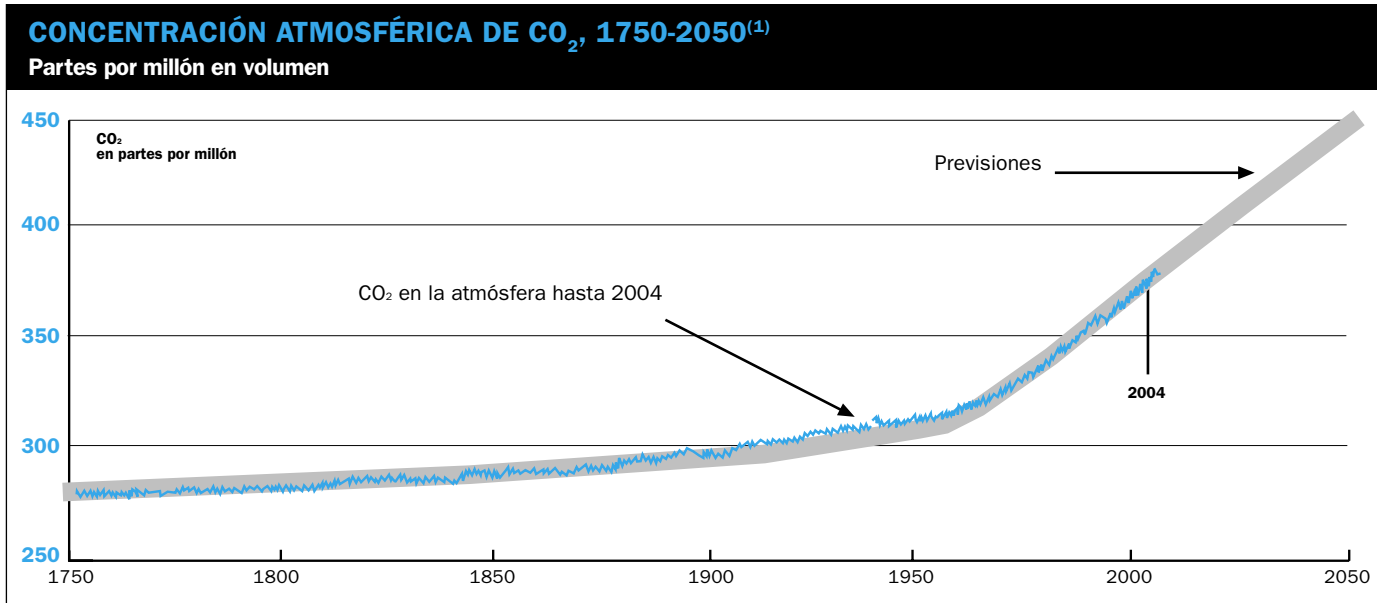
- La decisión de retrasar la aplicación de este tipo de políticas podría ser, en cambio, muy peligrosa y entrañaría muy elevados costes.
- Los riesgos de que se produzcan los peores impactos del cambio climático en el futuro pueden ser reducidos de modo sustancial si se consigue estabilizar de modo sustancial los niveles de concentración de gas en la atmósfera, situándolos entre los 450 y las 550 ppm CO₂ equivalentes (CO₂e).
- La estimación central de los costes anuales provoca-

dos por medidas de estabilización, las emisiones de gases entre los 500 y los 550ppm CO₂ equivalentes (CO₂e) se sitúan alrededor del 1% del PIB global, en el supuesto de que emprendamos acciones decididas y muy fuertes a partir del momento actual.

c. Los costes asociados a las políticas de minoración y estabilización podrían ser incluso inferiores a los anteriormente indicados

- Ello sucederá si se producen ganancias realmente importantes en materia de eficiencia, o si se computan adecuadamente algunos grandes beneficios asociados a tales políticas, tales como la reducción de la polución del aire atmosférico.

d. Los costes de las políticas de estabilización serían en cambio más elevados, si la innovación en tecnologías de bajo consumo del carbono acabase siendo netamente inferior a lo esperado.



⁽¹⁾ Previsiones a partir de 2005.

FUENTE: zFacts.com

e. El cambio climático es el más importante fallo de mercado que hasta el momento existe en nuestro mundo e interactúa con el resto de las imperfecciones del mercado.

En el plano de **la acción política o estratégica**, las recomendaciones que el Informe nos ofrece se concretan en lo siguiente:

a. Para conseguir una respuesta efectiva global ante el problema del cambio climático, se requieren tres elementos o componentes básicos que deben tener presentes los gobiernos:

- El primero es una fijación de precios adecuada de las emisiones de carbono, lo cual puede instrumentarse a través de los impuestos, la negociación o la regulación política. Un segundo componente se refiere a las políticas de apoyo a la innovación y al despliegue de las tecnologías que favorezcan el bajo consumo de carbono. Y el tercer elemento lo constituye la eliminación de las barreras hoy existentes al logro de una mayor eficiencia energética, así como las actuaciones encaminadas a informar, educar y persuadir a las personas acerca de lo que de verdad se debe hacer para dar respuesta adecuada al cambio climático.

b. El cambio climático exige una respuesta mundial, basada en la comprensión compartida de cuáles son los objetivos

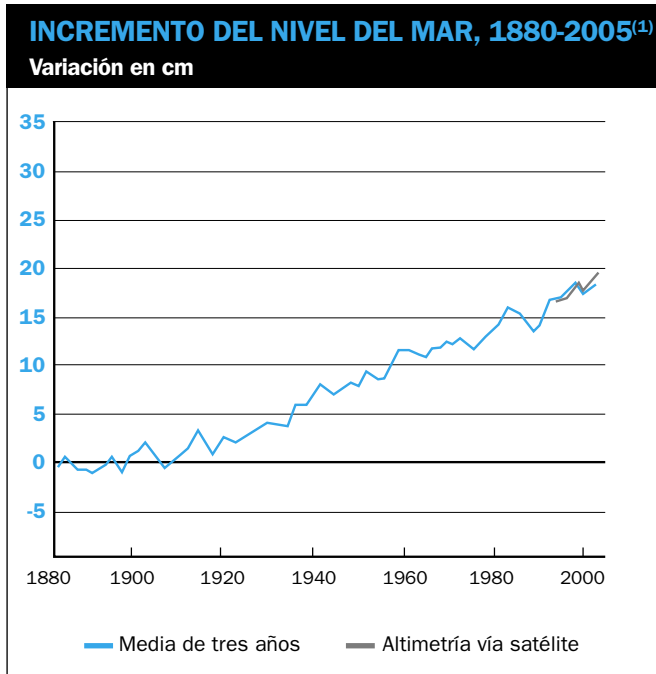
a largo plazo y en un acuerdo sólido sobre los marcos y los mecanismos de actuación adecuados.

c. La actuación individualizada de los países no va a ser suficiente en ningún caso para hacer frente a los problemas derivados del cambio climático. Todo país considerado aisladamente, por grande que sea, es tan sólo una parte del problema, no de la solución.

d. Resulta esencial, por lo tanto, que se dediquen los esfuerzos necesarios para crear una visión internacional compartida en cuanto a los objetivos a largo plazo, y construir con ello un marco adecuado de actuación a escala internacional.

REACCIONES, EN GENERAL, FAVORABLES, Y ALGUNAS CRÍTICAS DE LOS EXPERTOS

El *Informe Stern* ha alcanzado ya una muy notable influencia política que según parece va a seguir manteniendo en el futuro. En general, está siendo bien recibido también por una parte de la comunidad de estudiosos y científicos que investigan en el campo del análisis del cambio climático, así como por un sector –menos numeroso– de los economistas. Buena parte de los expertos saludan dicho informe como una guía o manual de orientación al parecer útil para centrar algunas de las ideas y conocimientos existentes y, para orientar la acción política, nacional e internacional, en el conflictivo campo del cambio climático.



(4) 23 registros mareográficos anuales.

FUENTE: wikipedia.org

El Informe ha alcanzado ya una muy notable influencia política. En general, está siendo bien recibido, también, por una parte de la comunidad científica

El Informe está siendo evaluado favorablemente, sobre todo por quienes, desde el punto de vista económico y también político, defienden a ultranza el apoyo de políticas y decisiones particularmente rigurosas orientadas a reducir de modo inmediato las emisiones de gases contaminantes en general, y en particular, las emisiones de CO₂.

Existen, no obstante, algunas voces discrepantes entre los expertos. Esto sucede sobre todo entre los economistas estudiosos de la economía del cambio climático, una parte de los cuales seguramente no estaría de acuerdo con una valoración plenamente positiva del contenido técnico del mencionado Informe. Son objeto de crítica, al parecer, algunos aspectos centrales del contenido económico del Informe: en especial, una particular aplicación de los métodos del análisis coste-beneficio y la decisión de aplicar unas tasas o tipos de descuento extraordinariamente bajos. También se discute, en algunos casos, sobre la validez y la falta de equilibrio existente por lo que se refiere al material empírico y a las conclusiones extraídas de los estudios

disponibles en otras áreas científicas, por lo que se refiere a los impactos biofísicos, climatológicos y medioambientales derivados de emisiones de CO₂ y otros gases contaminantes.

Uno de los logros más sólidos que hasta hace poco parecían haberse alcanzado en la economía del cambio climático, nos indica William Nordhaus⁵, había sido el de poder afirmar que las políticas económicas más eficientes para reducir el cambio climático serían aquellas que implican modestas tasas de reducción de las emisiones en lo inmediato, seguidas de reducciones más intensas a medio y largo plazo. La lógica de una política del cambio climático asentada sobre tales principios presentaba una aparente racionalidad económica que sin duda permitía aplicar criterios gradualistas.

Las conclusiones y recomendaciones del Informe claramente rompen con aquella lógica gradualista que hasta hace poco parecía dominar los resultados y las conclusiones de los estudios realizados por bastantes economistas

En un mundo en donde el capital se dirige a fines productivos, las inversiones que ofrecen un más elevado rendimiento se realizarían ante todo en capital tangible, tecnológico y humano directamente productivo, incluyendo una cierta dosis de investigación y desarrollo en tecnologías de baja intensidad en las emisiones de carbono. A medida que los países se enriquecen a largo plazo, sus economías se irían convirtiendo en más eficientes, y por ello se harían progresivamente más posibles decisiones de cambio hacia políticas que aplicarían crecientes recursos a la reducción de emisiones de gases contaminantes y de otros vertidos dañinos para el medio ambiente. La combinación adecuada y el momento exacto de realización de dichos cambios en las políticas de control de emisiones y vertidos dependerían de los resultados que arrojasen los estudios comparativos entre los costes de la minoración asumibles a corto plazo y la intensidad de daños a largo plazo si no se aplicasen adicionales medidas de contención.

Las conclusiones y recomendaciones que contiene el Informe Stern claramente rompen con aquella lógica gradualista que hasta hace poco parecía dominar los resultados de los análisis y de las conclusiones de los estudios. Se utiliza para ello el marco teórico de análisis coste-beneficio, de un modo que algunos expertos consideran inadecuado –en esta línea se sitúan sin duda, tanto William Nordhaus como Parthua Dasgupta en sus trabajos más arriba citados.

Las preguntas que aquellos autores se formulan, en definitiva, son: ¿está plenamente justificada la visión radical de los efectos del cambio climático que el Informe nos presenta sobre la economía del calentamiento global? ¿Lo están sus propuestas de actuación relativamente urgentes y drásticas dirigidas a los gobiernos?

COMENTARIOS FINALES: ESCEPTICISMO ENTRE LOS ECONOMISTAS E IMPORTANCIA REAL DEL DEBATE

El *Informe Stern* presenta un cierto número de escenarios posibles por lo que se refiere a la pérdida de ingresos por habitante en los próximos 200 años. En el lado de los escenarios más severos nos presenta pérdidas hasta el 35%, si bien éstas no formarían parte necesariamente de los escenarios más probables. Pero el Informe supone también que los ingresos per cápita van a aumentar por lo menos un 1,3% al año. La renta media por habitante llegaría a crecer, según ello, entre 9 y 13 veces en los próximos 200 años.

El Informe deja abiertos algunos puntos esenciales, sobre aspectos relacionados con las rentas de futuras generaciones en países pobres y emergentes, y sobre la tasa de descuento que convendría aplicar en el análisis

Tal como arguyen algunos críticos, las estimaciones y las propuestas que contiene el *Informe Stern* ciertamente ignoran algunas cosas. En primer lugar, no tienen en cuenta, aunque se refieren a ello, el hecho de que una buena parte de las futuras generaciones, mucho más ricas que las actuales, van a estar en mejores condiciones de adaptarse a algunas de las exigencias y costes elevados que nos imponen las políticas de contención del cambio climático, particularmente en países emergentes, hoy pobres y muy poblados. En segundo lugar, los economistas se preguntan hasta qué punto son realmente elevados los costes de la reducción o mitigación de los efectos derivados del cambio climático, que se teme pueda provocar la emisión de gases contaminantes. Los cálculos realizados hasta ahora sobre el valor de estos daños y sobre sus efectos sobre el nivel de bienestar económico de futuras generaciones suelen ser discutidos y están sujetos, todavía hoy, a unos elevados márgenes de incertidumbre. El *Informe Stern* los estima para 2050 entre el -1% (por tanto, una ganancia) y el 3,5% del PIB (una pérdida relativamente elevada).



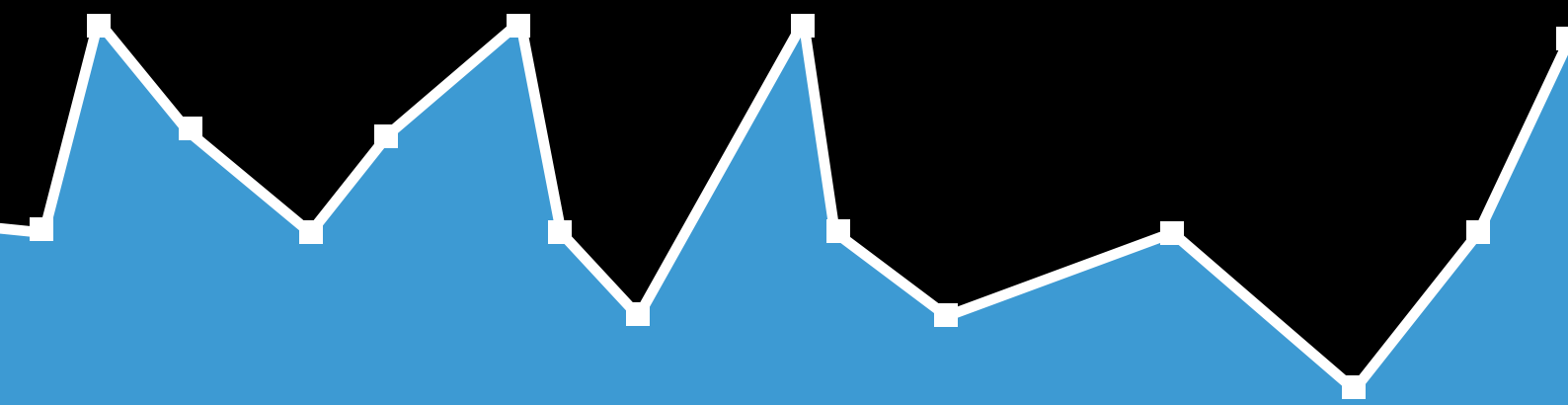
Con este tipo de debates los economistas ciertamente nos están ofreciendo un servicio al forzar a los diseñadores de políticas públicas a tratar de entender la naturaleza compleja de las decisiones con las que sin duda se enfrentan. Tiene mucho sentido que tratemos de reducir los riesgos de que puedan producirse algunos de los efectos más extremos derivados del cambio climático.

Unos comentarios finales, inspirados en el contenido de los escritos de W. Nordhaus (Dic. 2006) y de P. Dasgupta (Nov. 2006), nos van a servir para cerrar esta nota. La visión de cambio radical en la valoración de los efectos económicos del cambio climático y la aceptación de las propuestas de una intensa actuación inmediata que nos plantea el *Informe Stern* en sus conclusiones, no se nos aparecen hoy por hoy como algo indiscutible. De hecho, el Informe deja abiertos algunos puntos de discusión importantes. Sobre todo, quedan pendientes de un mayor debate y estudio los aspectos distributivos relacionados con las rentas de futuras generaciones en países emergentes y en las zonas más pobres del planeta. También queda abierta la cuestión crítica de la tasa de descuento que conviene aplicar en el análisis de los flujos de costes impuestos por las medidas más inmediatas de contención de emisiones frente a las ganancias derivadas de la reducción

de daños medioambientales futuros. Y por último, una constatación final: en nuestra valoración del *Informe Stern* hemos incorporado críticas y opiniones, a veces severas, muy propias de los análisis que hacen los economistas. De ningún modo ello implica que no debamos tomarnos en serio la cuestión de fondo que en el Informe se suscita: sobre qué hacer ante la creciente incidencia en nuestras vidas del cambio climático en buena parte inducido por el crecimiento económico del conjunto del planeta.

26 de octubre de 2007

- 1 La versión original completa inicial del *Informe Stern*, de una extensión de 576 páginas (más anexos), se puede consultar en la siguiente dirección de Internet: http://www.hm.treasury.gov.uk/independent_reviews/stern_review_economics_climate_change/sternreview_index.cfm Existe una edición publicada de una considerable extensión (712 páginas) a cargo de Cambridge University Press, editada el año 2007, que lleva por título *The Economics of Climate Change: The Stern Review By Nicholas Stern* (Cabinet Office - HM Treasury. Paperback. ISBN-13: 9780521700801).
- 2 Frente a una opinión extendida que sostiene que el *Informe Stern* es un documento exhaustivo y de notable calidad científica, existen bastantes científicos y algunos economistas destacados que no comparten esa opinión, tales como: William Nordhaus, de la Universidad de Yale, US (Dic 2006) *The Stern Review on the Economics of Climate Change*, NBER, WP 12741, Dec 2006, pp.1-23; y Parthua Dasgupta, de la Universidad de Cambridge UK (Nov 2006) *Comments on the Stern Review's Economics of Climate Change*, Foundation for Science and Technology at the Royal Society, London, Nov.2006. En el sector crítico se encuentran también algunos trabajos mucho más polémicos, como el publicado en la revista *World Economics* (Vol 7, Oct-Dec 2006): "The Stern Review: A Dual Critique" (pp.165- 230), extremadamente crítico con bastantes de las tesis y conclusiones que se sustentan en los apartados económicos del Informe, así como con los de algunas de las restantes áreas científicas relacionadas con el análisis y la medición de los impactos biofísicos, climatológicos y medioambientales.
- 3 NORDHAUS, W. *loc.cit.* p. 2.
- 4 Los puntos que se reseñan han sido extraídos, de modo casi literal, de la Síntesis Breve de Conclusiones, que forma parte del texto original del Informe, hecho público en Internet en la web del Ministerio Británico de Finanzas más arriba citada. El título de la Síntesis en inglés es *Summary of Conclusions (Short)* pp.1-4.
- 5 William Nordhaus es uno de los economistas más reconocidos y que goza de una mayor reputación de seriedad en el campo de la investigación y los estudios sobre economía del medio ambiente.



Jacques Attali

Breve Historia del Futuro

Editorial Paidós, 2007, 248 págs.

Jacques Attali
Breve historia
del futuro



PAIDÓS 152

Las personas, sean economistas o no, han tenido pasión por conocer su futuro desde tiempos inmemoriales. Conspicuos personajes de la Historia, y algún que otro sinvergüenza, han dedicado toda su vida a la predicción del futuro, con más o menos acierto. Dicha pasión ha constituido la piedra filosofal para muchos economistas durante un largo periodo de tiempo. Sin embargo, de un tiempo a esta parte, han tenido que claudicar cabizbajos ante la falta de resultados siendo objeto de numerosas chanzas y algún que otro chascarrillo. Por ejemplo, ¿saben aquél que dice que “un economista te explicará mañana, por qué lo que predijo ayer no se ha producido hoy”? o aquel otro que cuenta que “Dios creó a los economistas para no dejar en tan mal lugar a los hombres del tiempo”. Bromas aparte, parece que, gracias a Dios, han pasado los tiempos en que las riendas económicas de un país eran llevadas en base al vuelo de ciertos pájaros, los movimientos de determinadas piedras pintadas o, incluso, en las entrañas de algún animal muerto (y no siempre fresco según dicen ciertas fuentes galas). Actualmente, la dirección la marca un gran gurú, o sea, un vidente o mago...

Las personas han tenido, desde que el mundo es mundo, auténtica pasión por el futuro

En esta línea es donde se inscribe el libro de Jacques Attali, doctor en Ciencias Económicas y asesor del presidente francés François Mitterrand. Las primeras frases son muy representativas de lo que pretende el texto cuando escribe que “es hoy cuando se decide el mundo que tendremos en 2050 y cuando se sientan las bases del 2100. En nuestras manos está que nuestros hijos y nietos puedan vivir en un mundo habitable o tengan que soportar el infierno, odiándonos por ello. Para legarles un planeta en el que se pueda vivir, debemos esforzarnos en pensar el futuro, en comprender de dónde viene y cómo actuar sobre él. Y hacerlo es posible: la Historia se rige por leyes que nos permiten *predecirla* y *orientarla*”. Y es que ya nos lo contaba el hermano lasaliano Francesc Clausells, “la Historia no se repite, pero sí sus constantes”.

Attali define nuevos conceptos para esa nueva realidad: *hiperimperio*, *hiperconflicto* e *hiperdemocracia*. No obstante, y como nos ha indicado en el primer párrafo, se zambulle en la historia para descubrir esas “constantes” y es que “para comprender las extraordinarias sorpresas que podría depararnos el futuro, es conveniente conocer las del pasado”. Así, durante medio libro realiza un análisis enormemente interesante de temas complejos como el capitalismo, la emigración o los problemas ecológicos, por poner unos ejemplos.

Una vez repasado el pasado, se lanza hacia el futuro. Así, su historia empieza hacia el año 2035, cuando tras una larga batalla, y en el seno de una profunda crisis ecológica, los Estados Unidos serán derrotados por la globalización de los mercados (especialmente financieros, añade) y por el poder de las empresas (especialmente de las compañías de seguros, según el autor). A continuación, llegarán, una tras otra, tres olas: el *hiperimperio*, el *hiperconflicto* y la *hiperdemocracia*.

Estados Unidos no será reemplazado por ningún otro imperio, sino que nos encontraremos en un mundo policéntrico, manejado por una decena escasa de potencias regionales. En ese momento será cuando el mercado vencerá a la democracia, puesto que carece de circunscripción territorial y tendrá lugar el *hiperimperio*.

Attali define conceptos para explicar esa realidad futura: nuevas instituciones, como el *hiperimperio*, el *hiperconflicto* o la *hiperdemocracia*; nuevas organizaciones como las *empresas relacionales*; y nuevos agentes, como los *hipernómadas* o los *transhumanos*

Antes de la desaparición del imperio estadounidense, habrá poblaciones que se disputarán territorios y habrá numerosas contiendas. Según el autor, incluso es posible que “estalle una

guerra más mortífera que las demás, un conflicto en el que cristalizarán todos los demás, un *hiperconflicto* que aniquilará a la humanidad”.

Finalmente, hacia el 2060, ni el *hiperimperio*, ni el *hiperconflicto* serán tolerables y observaremos la asunción del poder por parte de fuerzas altruistas y universalistas que implementarán la *hiperdemocracia*. Dichas fuerzas serán lideradas por los transhumanos, que serán “altruistas, conscientes de la historia del futuro, preocupados por la suerte de sus contemporáneos y de sus descendientes, impacientes por ayudar, por comprender, por dejar tras ellos un mundo mejor (...)”, puesto que la “vieja” clase media no habrá podido soportar tales acontecimientos y habrá perecido junto con el “viejo” mundo.

Attali construye a lo largo del libro un discurso en el que aparece el rincón más negro del alma humana, así como la parte más rosa de las ninfas

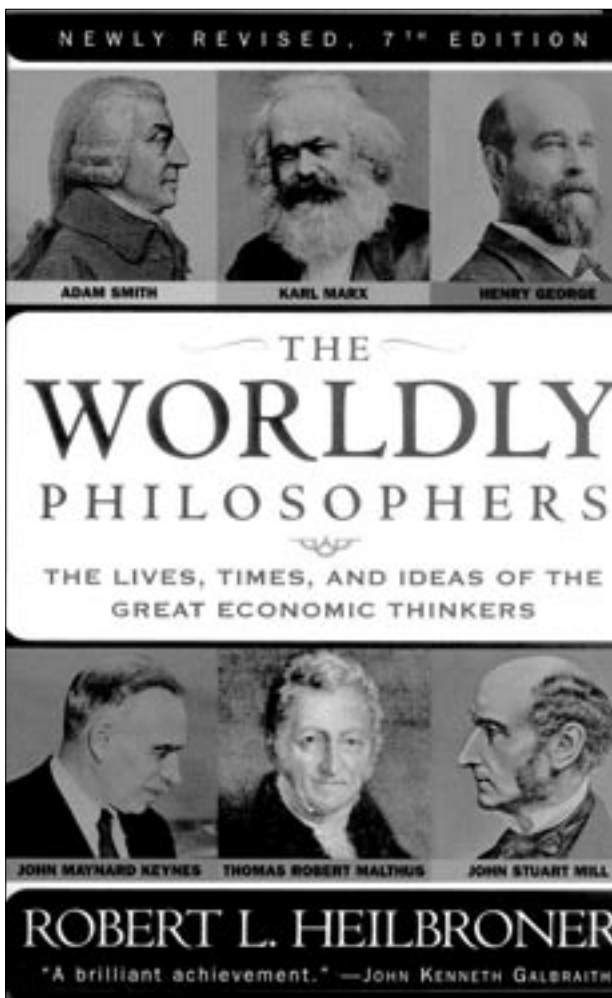
Attali pasa del más negro pesimismo al más rosa optimismo sin solución de continuidad ni puntos de inflexión. Tanto estamos todos muertos y nos hemos aniquilado de la forma más vil y rastrera como “la belleza habrá sabido albergar y proteger las últimas chispas de la humanidad (...), se habrá amado (...) y se seguirá amando.” Probablemente desea y anhela estas últimas predicciones, pero es consciente de que “el ser humano nunca ha construido nada incitado por buenas noticias” y quizá por ello module y matice la exposición hasta escribir un relato digno de los mejores títulos de novela negra de Edgar Allan Poe o de películas como *Apocalypse now*, de Francis Ford Coppola.

La verdad es que sus predicciones deberían preocuparnos más bien poco, pues sólo son eso predicciones; y menos si se tiene en cuenta que el mundo se acabará el 2012 (*Mayas dixit*).

Robert L. Heilbroner

The Worldly Philosophers. The Lives, Times and Ideas of the Great Thinkers

Touchstone Books, 1999 [1.ª edición: 1953], 365 págs.



No me produce ningún empacho comentar este libro del gran maestro Heilbroner, que se publicó por primera vez hace más de cincuenta años. Se cuentan por miles los economistas que lo han leído y por medio de él han aprendido a conocer y valorar a los grandes economistas del pasado en el contexto material, cultural e intelectual en que vivieron. Pero debieran haberlo leído muchos miles más, para imitarles y no estrechar tanto las miras de la profesión de economista como se han estrechado en los últimos tiempos. Porque “Los Filósofos Mundanos”, como se debiera traducir, combina la exposición de cómo propusieron sus teorías con la evolución de los hechos económicos que iban dando origen, significación y trascendencia a las teorías que crearon. Así se resalta la conexión creativa de las construcciones teóricas con la realidad social y no sólo con otras construcciones teóricas.

[El libro resalta la conexión creativa de las construcciones teóricas con la realidad social](#)

De Adam Smith a John Maynard Keynes, pasando por John Stuart Mill y Karl Marx, todos los personajes que van desfilando por las páginas del libro tienen una cosa en común: una preocupación por “hacerse cargo” de las realidades que estaban viviendo. Todos se enfrentaron a situaciones históricas y condiciones sociales con las que no estaban de acuerdo y para las que trataron de proponer soluciones, desde las más teóricas, como las de Stanley Jevons (al problema del carbón en Inglaterra) y Wilfredo Pareto, preocupado con el bienestar de toda la sociedad, a las más encaminadas a la “acción directa”, como las de Marx. Ninguno de estos filósofos del mundo,

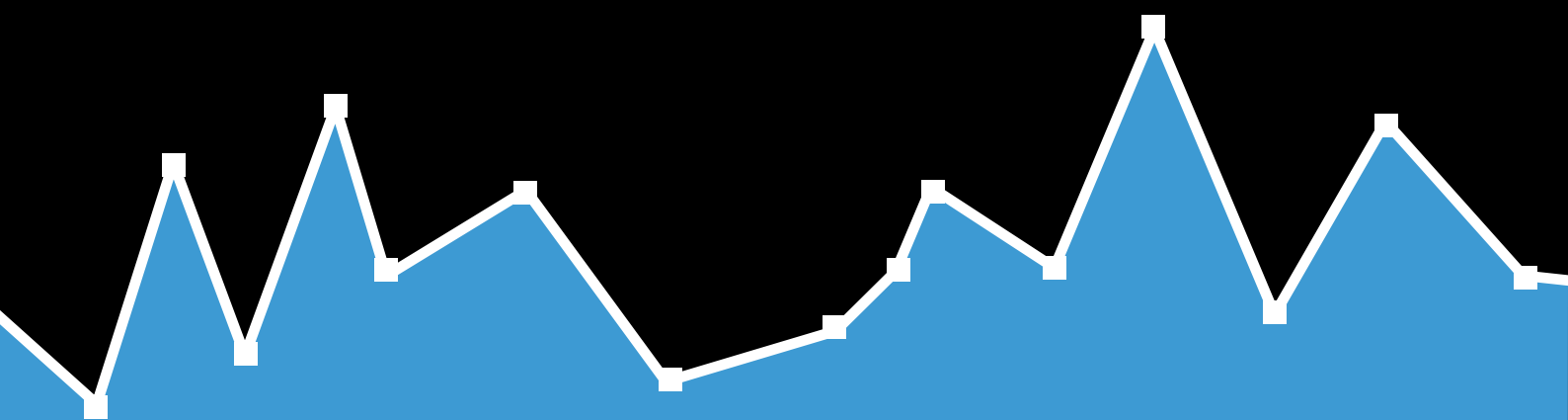
que filosofaban sobre el mundo en que vivían, un mundo lleno de promesas y de injusticias, produjo teorías para defender el *status quo*, ni siquiera Alfred Marshall, quien continuó la lucha de Smith y Stuart Mill contra los monopolios que se formaron como consecuencia de la revolución industrial.

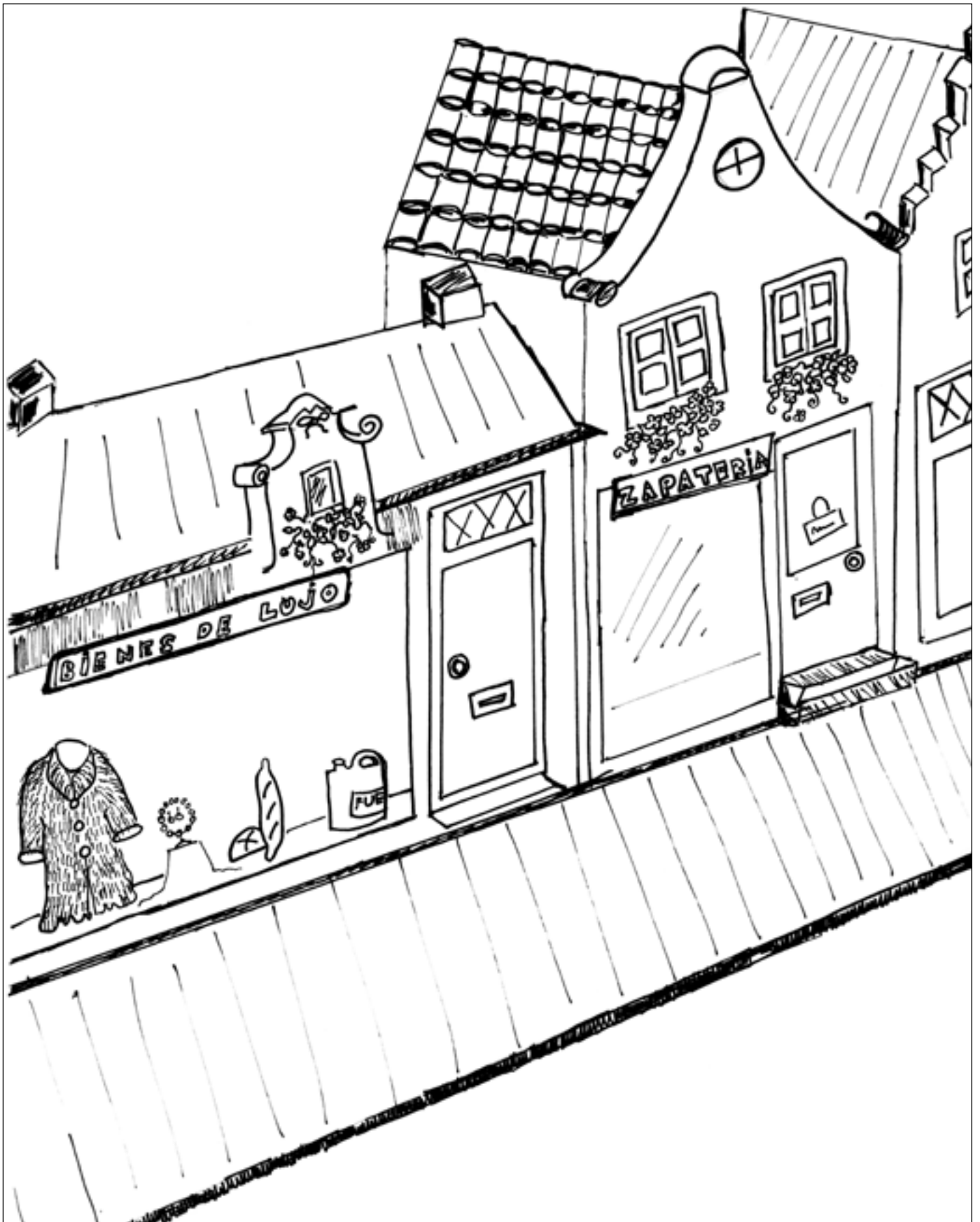
No quiero decir que todos eran radicales. En realidad muy pocos lo eran, incluso los socialistas, a quienes Marx calificaría de “socialistas utópicos” para diferenciarse de ellos. Filósofos mundanos, hijos de la dialéctica propia del capitalismo, quienes sentaron la antítesis de la razón humana frente a la tesis del poder económico injusto e ineficiente, para llegar a una posible síntesis, en que el motivo del lucro y el mercado, temperados por el humanismo de la Teoría de los Sentimientos Morales de Adam Smith, junto a la observación lo más objetiva posible de los hechos y las lógicas común y matemática produjeran el milagro. El milagro de una síntesis que ayudara al sistema capitalista a superar sus contradicciones más crasas y perjudiciales para la humanidad y al sistema mismo (como trató de hacer la teoría de Keynes). Para nosotros la experiencia de vivir con estos autores la aventura de enfrentarse intelectualmente a la pereza mental, la autosuficiencia e ignorancia de las clases dirigentes de su tiempo sobre los asuntos del mundo y de la historia es incomparable. Eso nos debe convencer de que nunca se han creado teorías convincentes, ni ideas brillantes o trascendentes y ni siquiera perdurables para defender intereses especiales, para sancionar la avaricia de los poderosos y el abuso de los ventajistas en los mercados.

La experiencia de vivir con estos autores la aventura de enfrentarse intelectualmente a la pereza mental, la autosuficiencia e ignorancia de las clases dirigentes de su tiempo sobre los asuntos del mundo y de la historia es incomparable

La verdad es que las generaciones de economistas, que nos hemos ido formando mientras este libro pasaba de mano en mano en las facultades, somos poco filósofos. En realidad los economistas se enfadan si alguien les llama filósofos. Estamos tan acostumbrados a manejar modelos abstractos del mundo o de partes pequeñas del mismo, sin regresar nunca a la realidad de donde los extrajimos, que hemos perdido el sentido de la totalidad, la sensación de lo complejo, contradictorio, e inmanejable de los grandes problemas de la humanidad, como el hambre de 800 millones de personas, la destrucción del ecosistema, los mercados ilegales, la guerra, el racismo, la insolidaridad y el dominio de la avaricia y el egoísmo entre las clases dominantes que los economistas hemos formado. En una palabra, los problemas de la economía “mundana” en sus encarnaciones materiales humanas y concretas. Nos refrescaría el alma volver a leer sobre estas personas a quienes no podemos olvidar porque nos abrieron el camino de nuestra ciencia. De otra manera, ¿quién se va a acordar de nuestras teorías, modelos, tesis y artículos dentro de cincuenta años?

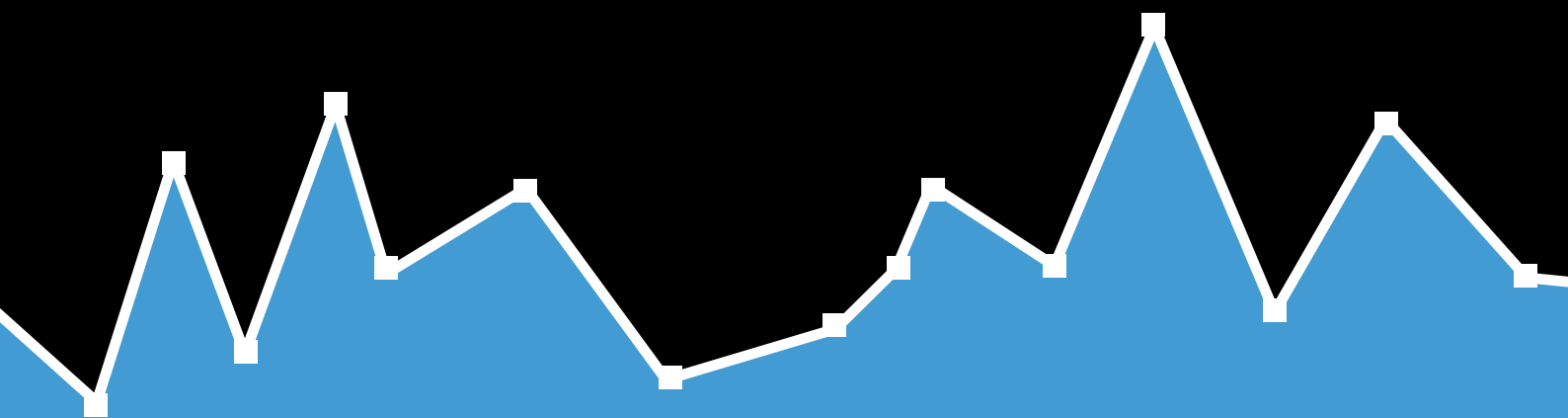
ECOHUMOR



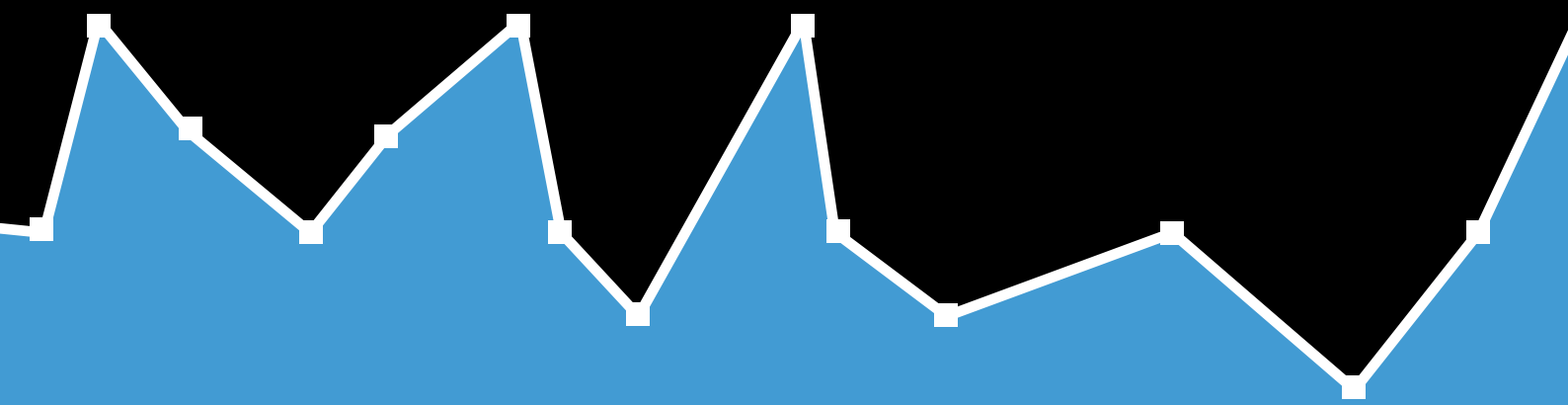


Dibujo de Maribel Botella

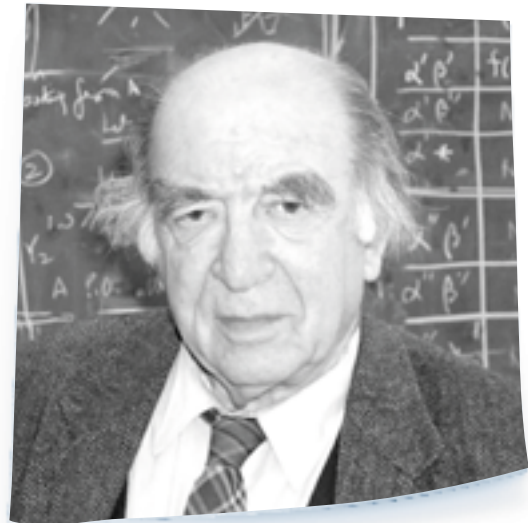
POST-IT



Un Nobel para el diseño
de mecanismos e instituciones eficientes



Un Nobel para el diseño de mecanismos e instituciones eficientes



El premio Nobel de Economía de este año ha sido concedido conjuntamente a Leonid Hurwicz, Eric Maskin y Roger Myerson, profesores respectivamente de las universidades de Minnesota, Princeton y Chicago.

Todos ellos han hecho importantes aportaciones a la teoría del diseño de mecanismos, teoría que contribuye a introducir mejoras en los mercados para mejorar su eficiencia. Sabemos que bajo ciertas condiciones los mercados son eficientes en la asignación de recursos, pero estas condiciones son muy restrictivas: competencia perfecta, información plenamente disponible o ausencia de externalidades, bienes públicos o efectos medioambientales negativos en el proceso de producción y consumo, entre otras. La teoría del diseño de mecanismos tiene por objetivo la consecución de la mayor eficiencia posible en ámbitos menos restringidos mediante la creación de aquellas condiciones que aumenten esta eficiencia en ámbitos en los que los agentes económicos interactúan entre sí.

Hurwicz fue quien primero desarrolló la teoría del diseño de mecanismos utilizando la teoría de juegos para modelizar instituciones en las que cada participante tiene que tomar determinadas decisiones. Sus estudios analizaban los resultados en términos de eficiencia dependiendo de las preferencias de los participantes y de las reglas establecidas.

Myerson ha contribuido de forma sustancial al desarrollo del concepto de “compatibilidad de incentivos”, que en líneas generales afirma que, cuando se busca el mejor mecanismo para solucionar un determinado problema, la atención del investigador puede concentrarse sólo en aquellos mecanismos que llevan a un resultado final en el cual todos los agentes par-

ticipantes tendrán incentivos para cumplir los compromisos adquiridos durante el proceso que ha llevado a la consecución del resultado final. En caso contrario la viabilidad del mecanismo es más que dudosa.

Finalmente, Maskin ha trabajado en el “principio de revelación”. En la gran mayoría de los mecanismos existe una multiplicidad posible de resultados, algunos mejores que otros. Maskin ha analizado bajo qué condiciones los participantes en el mecanismo manifiestan sinceramente sus objetivos y, por tanto, todos los resultados obtenidos por el mecanismo son óptimos.

Hasta aquí estas aportaciones pueden parecer meros entretenimientos teóricos, pero la verdadera relevancia de los trabajos de Hurwicz, Myerson y Maskin se debe a que sus resultados han permitido el diseño de mecanismos reales que una vez aplicados han sido de gran utilidad para mejorar el funcionamiento del mercado en contextos en que éste se sabe que conlleva ineficiencias. Las aplicaciones se extienden a campos tan diversos como la normativa para el control de las prácticas monopolísticas, las regulaciones en los mercados financieros para garantizar que los flujos de información son los más adecuados, el diseño de estructuras impositivas adecuadas para la consecución de determinados objetivos, los procedimientos para la provisión adecuada de bienes públicos por parte del estado, el diseño de procedimientos de subasta que contribuyan a asignar los productos a aquellos agentes económicos que más los valoran, o la formulación de procedimientos de votación que permitan llegar al resultado más deseado por los votantes evitando comportamientos estratégicos.

JMS, AL y JMC

Departamento de Economía ESADE



Fernando Ballabriga
Director y catedrático
del departamento de Economía
fernando.ballabriga@esade.edu

Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota (EE.UU.) y licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Ha sido asesor económico de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea y asesor para temas de investigación del Servicio de Estudios del Banco de España. Ha colaborado también con la Dirección General de Planificación del Ministerio de Economía español y participado en el programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este de Europa. Sus áreas de especialización son el análisis macroeconómico internacional y la econometría aplicada. Su trabajo reciente se ha centrado en el estudio del marco macroeconómico de la Unión Económica y Monetaria Europea.



Josep M. Comajuncosa
Profesor titular del departamento
de Economía
josep.comajuncosa@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Master of Sciences y doctor en Economía por la Universidad de Princeton (EE.UU.). Ha sido profesor de Economía en la Universitat Pompeu Fabra entre 1991 y 1996, y profesor del departamento de Economía de ESADE desde 1996. Sus áreas de especialización son la economía internacional, la política económica, la integración monetaria y el estudio de métodos numéricos para la solución de modelos dinámicos estocásticos.



Anna Laborda
Profesora titular del departamento
de Economía
anna.laborda@esade.edu

Licenciada en Ciencias Económicas y Magister en Fundamentos del Análisis Económico por la Universitat Autònoma de

Barcelona, donde comenzó su carrera docente. Profesora titular del departamento de Economía de ESADE desde el año 1990. Directora Asociada del Programa MBA Part Time y colaboradora del departamento de Dirección de Marketing entre los años 1996 y 2001. Consultora *freelance* de instituciones privadas y públicas, tanto empresas como organizaciones sin ánimo de lucro, entre 1994 y 2001. En la actualidad, colabora asiduamente con el Instituto de Estudios Laborales de ESADE.



F. Xavier Mena
Catedrático del departamento
de Economía
fxavier.mena@esade.edu

Doctor en Economía y licenciado con grado en Ciencias Económicas y Empresariales (U. de Barcelona). Licenciado en Derecho (UNED-Madrid). Su área de docencia e investigación es Managerial Economics. Editorial Board de revistas especializadas. Ha sido Visiting Professor en Ceibs/Jiaotong University (Shanghai, R.P. China), Zhongshan University (Guangzhou, R.P. China), ESAN (Lima, Perú), entre otras. Ha trabajado para EUROSTAT y el Programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este. Ha desarrollado proyectos sobre energía, turismo, infraestructuras, sistema financiero y servicios sociales en un total de 48 países.



Sanjay Peters
Profesor asociado del departamento
de Economía
sanjay.peters@esade.edu

Licenciado (BSc y Dt.) por la Universidad de California (EE.UU.) y doctor (Mphil y PhD) por la Universidad de Cambridge (Reino Unido), donde ha sido profesor de Economía (1998-2001). Ha trabajado como becario de investigación en temas de economía regional en la Universidad de Stanford (EE.UU.) y ha sido asesor de economía en el Foreign Office del Gobierno británico, consultor del Banco Mundial y del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo.



Pere Puig
Catedrático del departamento de Economía
pere.puig@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas. Miembro del IDGP y del departamento de Economía de ESADE. Presidente de la Societat Catalana d'Economia (IEC). Ha sido Vocal del ICF y de la Comisión de Expertos sobre Inflación de la Generalitat de Catalunya. Ha realizado estudios sobre distribución comercial, calidad de vida, economía regional y competitividad de la empresa industrial. En la actualidad, dirige el *Informe sobre el Barómetro de las empresas de EE.UU. en España 2006*, de ESADE y la Cámara de Comercio Americana.



Josep M. Sayeras
Profesor titular del departamento de Economía
josepm.sayeras@esade.edu

Doctor en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Ramon Llull. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Politècnica de Catalunya y MBA por ESADE. Profesor del departamento de Economía de ESADE desde 2000 y actualmente Director del programa MBA Part Time. Profesor asociado de la Universidad Centroamericana José Simeón Cañas de El Salvador (UCA). Visiting Scholar de la Universidad de Columbia (EE.UU.). Antes de incorporarse a ESADE, fue consultor de empresas.



Luis de Sebastián
Profesor honorario del departamento de Economía
luis.desebastian@esade.edu

Economista formado en la LSE y doctor en Ciencias Políticas por IUHEI, Ginebra. Fue por algunos años economista del Banco Interamericano de Desarrollo en Washington, con el que todavía colabora ocasionalmente. Tiene experiencia de trabajo académico en El Salvador, Centroamérica. Ha publicado varios libros, artículos en revistas de divulgación económica y en la prensa. Es

un especialista en comercio internacional y en las economías de América Latina, uno de los temas preferidos en sus publicaciones.



Eugenio M. Recio
Profesor honorario del departamento de Economía
eugenio.recio@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas y Sociales por la Universidad de Colonia y doctor en Ciencias Empresariales por la Universitat de Barcelona. En la actualidad es profesor honorario de ESADE y ha sido profesor y director de los departamentos de Economía y de Dirección de Recursos Humanos y presidente del Claustro de Profesores de ESADE. Su investigación se centra en los problemas del sistema de la economía social de mercado de Alemania frente a la globalización y, más en general, en la adaptación de los sistemas de protección social a las exigencias de un entorno mundializado.



Agustín Ulied
Profesor asociado del departamento de Economía
agustin.ulied@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat de Barcelona y diplomado en Comunidades Europeas. Ha dedicado gran parte de su trayectoria profesional a la enseñanza y divulgación del proceso de integración europea. Desde 1982 es profesor de la asignatura Economía europea: problemas y políticas. En la actualidad se responsabiliza de impulsar la creación de una escuela de negocios en Casablanca: EURO MED, School of Management, proyecto en el que participan, además de ESADE, la EFMD, Università L. Bocconi de Milán (Italia) y la Alakhawyn University of Ifrane (Marruecos).



Lidia Cabello
Secretaria del departamento de Economía
lidia.cabello@esade.edu