

## I. Introducción: ¿viejos problemas en una nueva era?

Una tumultuosa década ha acabado con un año lleno de sorpresas, positivas en su mayoría. La inflación ha continuado siendo baja en la mayoría de los países industrializados y las economías de mercado emergentes, mientras que el crecimiento económico ha seguido siendo alto en Estados Unidos, se ha acelerado en Europa y ha comenzado a recuperarse a finales de año en América Latina. La mejora de la suerte de algunos países del este asiático sacudidos por la crisis ha sido realmente notable, y China y la India han continuado creciendo a un rápido ritmo. Incluso en Japón existen indicios de que quizá haya pasado ya lo peor. En los mercados financieros, los precios de las acciones han registrado nuevos récords, impulsados generalmente por empresas del sector de alta tecnología. Las emisiones de bonos de empresas también han registrado nuevos récords, desarrollándose a un ritmo especialmente rápido la emisión en euros, moneda creada en fecha reciente (y sin complicaciones). La mayoría de los observadores considera que todos estos acontecimientos son una buena señal sobre las perspectivas del nuevo milenio y que la ausencia de graves problemas informáticos en el momento de la transición constituye otro buen augurio.

Al optimismo reinante ha contribuido significativamente el reconocimiento de que se han consolidado algunas tendencias positivas en esta última década. Los avances tecnológicos han sido sensacionales y parecen reflejarse cada vez más en la productividad medida de Estados Unidos. Por otra parte, suponiendo unos mercados de trabajo, capitales y productos suficientemente flexibles, no existía ninguna razón evidente para que estas tecnologías transferibles no pudieran dar sus frutos en otros países. De hecho, es posible que este razonamiento haya contribuido al encaprichamiento general con las acciones de la “nueva era”. Además, la liberalización y la privatización han proseguido a un ritmo acelerado, prometiendo no sólo una asignación más eficiente de los recursos, sino también (a través de los mercados financieros) nuevos medios para disciplinar a los gobiernos irresponsables. Por una u otra razón, el compromiso de las autoridades económicas de seguir una política monetaria y fiscal sólida ha sido general tanto en las economías industrializadas como en las economías de mercado emergentes. Por último, cada vez se ha aceptado más la idea de que es necesaria una amplia infraestructura en el terreno de la legislación, las instituciones y el gobierno para que los mercados funcionen de manera adecuada.

Paradójicamente, como ha demostrado la historia en repetidas ocasiones, incluso un optimismo bien fundado tiene la insidiosa tendencia a convertirse en un exceso. La probabilidad de que ocurriera así parece haber aumentado durante el periodo examinado. La subestimación casi general del vigor de la

expansión en los países de habla inglesa (véase el capítulo II) y de la recuperación del este asiático (véase el capítulo III), induce a pensar que distan de comprenderse plenamente las causas fundamentales de estos buenos resultados. Una desconcertante observación ha sido que las distintas fuerzas económicas y financieras parecían estar excepcionalmente interrelacionadas. Por ejemplo, en Estados Unidos la subida de los precios de las acciones (sobre todo en el sector de alta tecnología) ha aumentado la riqueza de los hogares y ha facilitado la financiación de las empresas, lo cual, a su vez, ha contribuido a elevar el gasto de consumo y la inversión, respectivamente. El aumento de la demanda y la intensificación del capital han incrementado la productividad medida, lo que ha incrementado el optimismo sobre los futuros beneficios y ha impulsado aún más los precios de las acciones, entre otras cosas. Es evidente que este tipo de procesos que se refuerzan mutuamente pueden exacerbar las fluctuaciones tanto de los mercados financieros como de la economía real, sobre todo si son acentuadas por las oscilaciones de los tipos de cambio.

Otra razón para atemperar el optimismo se halla en que muchos de los desequilibrios y deficiencias estructurales que caracterizaron la economía mundial en años anteriores distan de haberse resuelto. De hecho, se han agravado en algunos aspectos. Entre los desequilibrios más importantes se encuentra la diferencia sin precedentes entre el máximo histórico alcanzado por la tasa de ahorro privado en Japón y el mínimo histórico registrado por la de Estados Unidos. Aunque los cambios de los saldos presupuestarios han moderado la repercusión de estos casos extremos —a costa de un considerable deterioro de las finanzas públicas en Japón—, ha continuado habiendo grandes desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, con el consiguiente riesgo de repercusión en los tipos de cambio. Por lo que se refiere a la reducción de los obstáculos estructurales que impiden un crecimiento duradero, tanto Japón como Europa continental han seguido haciendo progresos, aunque la rigidez de los mercados de productos y de trabajo continúa siendo motivo de preocupación. En todas las regiones, pero quizá especialmente en el este asiático, se temía que disminuyera el apoyo político a los intentos de reestructuración debido a la fuerza con que se recuperaba la economía. Así pues, una vez más, aunque de forma distinta, el optimismo a corto plazo ha tendido a socavar los propios fundamentos necesarios para el optimismo a largo plazo.

Los operadores de los mercados financieros y las autoridades monetarias de los países industrializados, aun reconociendo la incertidumbre reinante, han llegado a la conclusión de que los tipos de interés deberían ser más altos. Los tipos a largo plazo de los bonos del Estado subieron durante todo el año 1999, aunque más tarde se produjo un repunte temporal de los precios, y numerosos bancos centrales también elevaron los tipos de interés oficiales al llegar a la conclusión de que era necesario tomar medidas para no correr el riesgo de que aumentara la inflación. No obstante, en el momento de redactar este informe, la subida de los tipos no había provocado ni una clara reducción del ritmo de crecimiento económico ni una ruptura significativa en los mercados financieros importantes. En particular, aunque los precios de las

acciones se han vuelto mucho más volátiles y los valores de las empresas de alta tecnología han experimentado una notable caída, las acciones no han sufrido un retroceso general.

## La inflación, los tipos de interés y los niveles de deuda

En las circunstancias reinantes, parecía difícil imaginar que sólo un año antes algunos observadores se mostraran preocupados por la posibilidad de una recesión y una deflación mundiales. El aumento imprevisto del crecimiento económico en casi todos los países ha llevado con razón tanto a los mercados como a las autoridades económicas a centrar la atención en las presiones inflacionarias. No obstante, el hecho de que estas presiones hayan sido relativamente débiles ha confirmado en muchos países el poderoso efecto de fuerzas desinflacionarias subyacentes como el cambio tecnológico, la liberalización, el exceso de capacidad y la austeridad fiscal. Por otra parte, la posibilidad de una interacción entre la subida de los tipos de interés, el incremento de los niveles de deuda y los crecientes desequilibrios, ha aumentado la preocupación por consecuencias impredecibles y posiblemente desinflacionarias en el futuro.

El año pasado, Estados Unidos continuó experimentando ininterrumpidamente una notable expansión económica y no inflacionaria, apoyada por componentes tanto de la oferta como de la demanda. Por lo que se refiere a la oferta, la imprevista moderación salarial y la intensificación del capital redujeron los costos laborales unitarios, al tiempo que la tasa de desempleo descendió por debajo de niveles que históricamente habrían provocado una inflación. En lo que concierne a la demanda, el consumo de los hogares experimentó un notable incremento, impulsado por la subida de los precios de las acciones, el aumento de las oportunidades de empleo y la creciente confianza en una “nueva economía” basada en la alta tecnología. La inversión también aumentó en grado significativo, favoreciendo especialmente una vez más al sector de alta tecnología. Muchas de estas tendencias fueron compartidas por los demás grandes países de habla inglesa, con la importante salvedad de que los incrementos de la productividad medida fueron, en general, menos evidentes en otros países.

La decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de comenzar a subir prudentemente los tipos oficiales a mediados de 1999 (véase el capítulo IV) se debió al temor de que la demanda continuara aumentando a un ritmo superior a la oferta, aun en el supuesto de que estuviera surgiendo una “nueva economía”. Es posible que el incremento del gasto público, en respuesta a las presiones preelectorales y a la aparición prevista de grandes superávits, aportara mayores argumentos para adoptar tales medidas restrictivas. Las enormes subidas de los precios del petróleo, tras un largo periodo de descenso, también fueron motivo de preocupación, a pesar de que ha disminuido mucho el papel desempeñado por el petróleo en los países industrializados. Durante la primavera de 1999, esta preocupación se acrecentó como consecuencia de las más claras presiones al alza tanto sobre los precios como sobre los costos laborales. La situación financiera de los hogares y los balances de las empresas

de Estados Unidos también indicaban la necesidad de moderación del sector privado. La tasa de ahorro de los hogares descendió de nuevo durante el año y se acompañó de un nuevo aumento del endeudamiento. La compra de acciones a crédito aumentó considerablemente, aunque su nivel siguió siendo bajo, y otros tipos de préstamos a los hogares también continuaron experimentando un rápido crecimiento. Es muy posible que el persistente y elevado nivel de los precios de las acciones contribuyera a estas propensiones, dado que actualmente más del 50% de los hogares estadounidenses poseen acciones. La deuda de las empresas también aumentó a un ritmo rápido, debido al fuerte crecimiento de la inversión y al continuo rescate de acciones.

En Japón, en cambio, el ahorro neto del sector privado aumentó, alcanzando un máximo histórico. Dado que el consiguiente descenso de la demanda sólo fue contrarrestado en parte por un aumento del desahorro público, el crecimiento total de la economía japonesa fue muy modesto y apenas se evitó la deflación. La cauta conducta tanto de las empresas como de los hogares desempeñó un papel importante en este sentido. Ante el continuo lastre del exceso de capacidad heredado de la década de 1980, las empresas redujeron aún más sus inversiones, a pesar de los crecientes gastos realizados en el área de la alta tecnología. Al recuperarse los beneficios tras la reestructuración interna, se concedió prioridad al pago de la deuda.

Por lo que se refiere a la tasa de ahorro de los hogares, la tendencia ascendente comenzada en 1997 se reanudó tras una leve caída en el primer semestre de 1999. La preocupación de los hogares se debió a diversas causas. La reestructuración de las empresas suscitó el temor por el empleo y minó la confianza. Y lo que quizá sea importante a más largo plazo, la creciente deuda pública, junto con el rápido envejecimiento de la población, llevó a temer por las futuras cargas fiscales y por la viabilidad de los compromisos adquiridos por el sistema de pensiones. El Banco de Japón prometió mantener su política de tipos de interés cero hasta que comenzara la recuperación y adquiriera una dinámica propia, lo que contribuyó a reforzar la confianza y mantuvo los rendimientos de los bonos en unos niveles bajos. No obstante, ante la amenaza de revisión a la baja de la calificación crediticia por parte de Moody's, la continua liberalización del sistema financiero japonés, que ofrecerá a los ahorradores nuevas posibilidades, y los persistentes déficit presupuestarios, surgieron temores de que los rendimientos de los bonos subieran antes de que la economía experimentara de nuevo un sólido crecimiento.

La evolución totalmente opuesta del ahorro en Estados Unidos y en Japón se reflejó en el déficit por cuenta corriente sin precedentes de Estados Unidos y en el persistente y elevado superávit por cuenta corriente de Japón. De hecho, el déficit de Estados Unidos alcanzó un máximo histórico en porcentaje del PIB. En cambio, la zona del euro en su conjunto mantuvo un pequeño, aunque menguante, superávit por cuenta corriente, coherente con su posición intermedia en el ciclo económico. Durante la mayor parte del periodo, pareció que los factores cíclicos influían en los principales tipos de interés más que estas consideraciones relacionadas con la balanza externa. Por lo tanto, la depreciación del euro y la persistente fortaleza del dólar podrían

continuar desviando las presiones de la demanda hacia los países con un exceso de capacidad relativamente mayor.

Sin embargo, a partir del segundo semestre de 1999, la imprevista debilidad del euro (a pesar de que aumentó el crecimiento en Europa) y la brusca apreciación del yen (a pesar de que Japón entró en una recesión técnica) pusieron de relieve que también estaban interviniendo otros factores (véase el capítulo V). En el primer caso, los analistas centraron la atención en el ritmo al parecer lento de la reforma estructural europea y en los comentarios supuestamente contradictorios de las autoridades económicas. En el segundo caso, se dijo que el superávit externo estaba comenzando al menos a surtir efecto y que las reformas estructurales darían un impulso a los beneficios. De lo que no cabe duda es que en Europa se registraron grandes salidas de capitales a largo plazo con destino tanto a Estados Unidos como a Japón, principalmente a los sectores de alta tecnología que prometían atractivas tasas de rendimiento. Es posible que, en cierto sentido, el recién creado euro tuviera demasiado éxito. La presencia de unos mercados más grandes y más líquidos, unida a unos tipos de interés relativamente bajos, fomentó la emisión de bonos denominados en euros, cuyos rendimientos pudieron usarse para financiar la inversión en otros países.

Cualquiera que fuera la causa de la variación del tipo de cambio entre el yen y el euro, ni las autoridades económicas de Japón ni las de la zona del euro consideraron que fuera inequívocamente buena. Consciente de la persistente fragilidad de la economía japonesa y del hecho de que no era posible bajar más los tipos oficiales, el Banco de Japón intervino en repetidas ocasiones para frenar la subida del yen. El Banco Central Europeo, dado su objetivo prioritario de mantener la estabilidad de los precios internos, estaba preocupado por los efectos inflacionarios de la depreciación, en un momento en el que los precios de los productos básicos también estaban subiendo y las demandas salariales parecían excesivas en algunos países miembros. Como consecuencia de ello, el BCE subió por primera vez los tipos oficiales a finales de 1999 y mantuvo posteriormente esta política restrictiva.

La tendencia ascendente de los tipos de los bonos en los países industrializados (véase el capítulo VI) no se dejó sentir de modo inmediato en casi ninguna economía de mercado emergente. Las entradas de capital extranjero prosiguieron más o menos al mismo ritmo que en 1998 (es decir, a un ritmo aún mucho menor que antes de la crisis), la inversión extranjera directa fue el principal vehículo y los préstamos bancarios disminuyeron todavía más. Aunque la fuerza de la recuperación de muchos países asiáticos fue imprevista, el proceso dinámico tuvo un comportamiento bastante tradicional, comenzando con medidas macroeconómicas expansivas, un aumento de las exportaciones y una recomposición de las existencias. En este contexto, la fuerte apreciación del yen favoreció a estos países, al igual que las continuas y elevadas compras de productos de tecnología de la información por parte de clientes tanto de Japón como de Estados Unidos. El rápido crecimiento de la mayoría de los países asiáticos, así como los continuos y grandes superávits por cuenta corriente, sostuvieron las monedas de la región y permitieron a los bancos centrales mantener bajos los tipos. En la mayoría

de los países, la inflación continuó siendo moderada, lo que supuso otro factor positivo más.

Lo más sorprendente fue que la subida de los tipos de interés en los países industrializados tuviera tan escasa repercusión en América Latina y Europa oriental. Muchos países de estas regiones tenían elevados niveles de deuda externa y grandes déficit por cuenta corriente, que habían persistido durante la profunda recesión anterior. Sin embargo, las presiones a la baja sufridas por la mayoría de las monedas no fueron grandes y resultaron insuficientes para detener la continua y modesta recuperación del crecimiento económico. Al igual que en África y Oriente Medio, muchos países latinoamericanos también se beneficiaron de la subida de los precios de los productos básicos, aunque los efectos fueron muy distintos, dada la diversa evolución de los precios del petróleo, de los metales y de otros productos. Lo que parece haber contribuido especialmente a aumentar la confianza fue el nuevo énfasis en la austeridad fiscal, incluso en medio de la recesión. Los mercados vieron en ello un cambio de régimen que, junto con la privatización y otras reformas estructurales, debería constituir una sólida base para conseguir un crecimiento duradero. Sólo el tiempo dirá si tiene razón este optimismo.

## Logros estructurales y arquitectónicos

Las medidas macroeconómicas y los acontecimientos impulsados por la demanda actúan en un marco que comprende el lado de la oferta de la economía, su estructura financiera y la multitud de acuerdos y convenciones internacionales que componen la “arquitectura financiera internacional”. Aunque los cambios en estas áreas tienden a ser evolutivos y poco espectaculares, es aquí donde deben sentarse las bases de una prosperidad duradera.

En todo el mundo se han realizado importantes reformas en el lado de la oferta, con el aparente aumento de la productividad tendencial de Estados Unidos como telón de fondo. Aunque estas reformas han provocado un elevado número de pérdidas involuntarias de empleo, la tasa de desempleo ha descendido ininterrumpidamente. Teniendo en cuenta la experiencia de Estados Unidos, muchos otros países han comenzado a adoptar prácticas más flexibles en los mercados de trabajo y de productos. Por lo que se refiere al primero, en Europa se han registrado algunos progresos en la adopción de la negociación salarial por empresas, y empieza a haber datos indicativos de que la tasa natural de desempleo también podría estar descendiendo. En Francia, la introducción de la semana laboral de 35 horas se consideró con razón un paso atrás, pero posteriormente se han realizado esfuerzos significativos para utilizarla como catalizador en la reforma de prácticas laborales anticuadas. En Japón, la política de empleo vitalicio de las grandes empresas ha dado señales de estar desmoronándose, con reducciones de plantilla que afectan a las personas de edad avanzada, así como con cambios culturales que afectan a los jóvenes.

Por lo que se refiere a las mejoras estructurales en los mercados de productos, se han privatizado muchas empresas de servicios públicos y de telecomunicaciones en Europa y en algunas economías de mercado

emergentes, lo que se ha traducido en un brusco descenso de los precios de los servicios. En Japón, a pesar del entusiasmo de los mercados financieros, el progreso ha sido menos evidente, si bien la racionalización gradual del sistema de distribución ha proseguido, presionando a la baja, una vez más, los precios. Por otra parte, existen crecientes indicios de que las relaciones internas de los *keiretsu* están resquebrajándose y de que los vínculos con empresas extranjeras empiezan a ser más aceptables. En Corea, parece que la reestructuración de las empresas está en marcha con el firme apoyo del gobierno. Aunque muchos de los *chaebol* han dejado de fijarse como prioridad el tamaño y han comenzado a pensar más en los beneficios, su compromiso de vender los negocios anexos apenas se ha llevado a la práctica. Por último, ha resurgido notablemente el interés por los usos empresariales de la tecnología de Internet, tanto en Europa como en numerosos mercados emergentes. Dado el exceso de prácticas anticompetitivas en muchos países, esta tendencia podría acabar traducándose en una reducción de los costos incluso mayor que en Estados Unidos.

El cambio estructural también se ha acelerado en el sector financiero. El crédito facilitado a través de los mercados ha continuado ganando terreno a expensas de los préstamos bancarios tradicionales. Las emisiones internacionales de bonos y pagarés se han disparado, al igual que las transacciones transfronterizas de acciones, a pesar de que los préstamos bancarios internacionales han continuado disminuyendo tras las recientes crisis. Las presiones competitivas han aumentado en todos los países, al igual que la búsqueda de valor para los accionistas. En este ambiente endurecido, han destacado dos importantes tendencias. En primer lugar, el volumen de fusiones y adquisiciones de empresas financieras ha experimentado un notable aumento en todo el mundo. Aunque estas operaciones han sido en gran medida internas en la mayoría de los países industrializados, la penetración de las empresas financieras de países industrializados en los mercados emergentes ha aumentado considerablemente. En segundo lugar, en un contexto de nuevos aumentos de los recursos controlados por el sector de gestión profesional de activos, parece haberse registrado un desplazamiento hacia los fondos que se habían especializado con éxito en estrategias dinámicas.

Un acontecimiento estructural excepcional ocurrido a principios de 1999 fue el éxito en la introducción del euro (véase el capítulo VII). Casi inmediatamente, los mercados de dinero e interbancarios de la zona del euro comenzaron a funcionar de manera totalmente integrada, y las emisiones de títulos de empresas denominados en euros se multiplicaron con respecto a las operaciones correspondientes en las monedas predecesoras. Los créditos de menor calificación se beneficiaron especialmente de esta tendencia, al igual que los mercados de títulos respaldados por hipotecas. En cambio, los mercados de acciones y de deuda pública no consiguieron unificarse. Aunque debido en parte a que hasta la fecha no se ha logrado construir una infraestructura común de negociación y de compensación, las convenciones nacionales también han continuado constituyendo un importante impedimento para la plena unificación. En este nuevo contexto, los bancos han tenido que enfrentarse a un aumento de las presiones competitivas de los mercados, de sus homólogos

y de toda una multitud de otros competidores, tanto extranjeros como operadores a través de Internet. Muchos bancos han revisado, en consecuencia, sus estrategias de crecimiento, al tiempo que han hecho planes para llevar a cabo una racionalización interna e iniciar procesos de fusión con otros bancos.

En muchos países, las crisis financieras anteriores habían hecho necesaria una reestructuración bancaria aún mayor. Como consecuencia de ello, en una gran parte de América Latina, pero sobre todo en Brasil, el sector bancario se fortaleció considerablemente el año pasado. Sin embargo, y a pesar del notable aumento de la penetración extranjera, México constituyó una clara excepción, ya que las deficiencias legales y judiciales continuaron constituyendo un obstáculo para que se materializara el derecho de los acreedores a hacer efectivas sus garantías. En Asia, se han registrado notables progresos en algunos países, especialmente en Corea y Malasia, pero menos en otros, debido en cierta medida a que ha sido necesario acometer la tarea de reestructurar las empresas al mismo tiempo que la reestructuración bancaria, lo que ha supuesto una considerable complicación. Por lo que se refiere a la reestructuración de los bancos en China, sigue siendo difícil evaluar los recientes acontecimientos. En Japón, el hecho de que la prima bancaria casi haya desaparecido parece indicar la confianza de los agentes en la solvencia subyacente del sistema, gracias a las continuas fusiones y a la inyección de capital público. Sin embargo, el crecimiento del crédito ha seguido sin recuperarse.

Ante la sucesión de crisis financieras internacionales desde 1994, las autoridades del sector público tanto de los países industrializados como de los mercados emergentes han dedicado más atención a la adopción de medidas de prevención, gestión y resolución de las crisis. Aunque se han logrado notables progresos en algunas áreas, muchos participantes en el proceso también han señalado la proliferación de grupos de trabajo y la aparente falta de coherencia entre ellos. Para evaluar los resultados de sus tres primeras reuniones, parece probable que el recién creado Foro sobre la Estabilidad Financiera constituirá un medio eficaz para resolver los traslapes y las lagunas existentes en esta área, así como para ofrecer orientaciones útiles sobre la forma de llevar a la práctica las recomendaciones. Esta última tarea constituye un reto enorme y fundamental para la comunidad internacional.

En el campo de la prevención de las crisis, los grupos de expertos nacionales han continuado reuniéndose, muchos de ellos en el BPI, donde su atención se ha centrado cada vez más en la elaboración o la revisión de códigos de buenas prácticas en la conducta financiera. Los trabajos realizados por todos los comités radicados en Basilea se describen detalladamente en el capítulo dedicado a las actividades del Banco. Al margen de las declaraciones de principios, se han realizado progresos especiales en la aplicación de los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, gracias a los esfuerzos de colaboración del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y su Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos. El FMI y el Banco Mundial, que iniciaron un ambicioso programa piloto para evaluar la estabilidad financiera en el marco de las consultas previstas en el Artículo IV, también han realizado algunas aportaciones clave. Por lo que respecta a la gestión de la crisis, el debate

ha girado en torno a la disyuntiva entre la provisión de liquidez para apoyar a los Estados en dificultades, por una parte, y el problema del riesgo moral, por otra. Los debates sobre la forma de conciliar un marco de normas con el ejercicio de la discreción, así como sobre las implicaciones para los términos y las condiciones de los préstamos del FMI, han servido para poner de relieve las continuas diferencias de opinión sobre los procedimientos que deben adoptarse.

También se han realizado algunos progresos en el área de la resolución de las crisis. Alentados por el FMI, algunos países pequeños han negociado tanto una reestructuración como una reducción del valor de sus bonos internacionales, sin producir ningún efecto adverso evidente en el costo de ese crédito para otros prestatarios emergentes. Por otra parte, reconociendo que los titulares de bonos son unos acreedores cada vez más importantes, Canadá, Alemania y el Reino Unido han adoptado varias medidas para fomentar el uso de las cláusulas de acción colectiva en los nuevos contratos de bonos. Por último, se han tomado nuevas medidas renuentes para reducir la carga de la deuda de ciertos países de entre los más pobres del mundo, algunos de los cuales también habían padecido catástrofes naturales. Sin embargo, la cuestión de la reducción de la carga de la deuda suscita poderosos factores emocionales, por lo que el proceso internacional de forjar un acuerdo ha sido dolorosamente lento. En esta como en otras áreas, es necesario realizar mayores progresos, siguiendo quizá las indicaciones sugeridas en las conclusiones de este informe anual.