

VIII. Conclusiones

Parece existir la impresión general de que la economía mundial se encuentra actualmente en los umbrales de algo, pero no se sabe de qué. Los resultados económicos recientes, mejores de lo previsto en muchas partes del mundo, han llevado, como era de esperar, tanto a instituciones privadas como a instituciones públicas a revisar al alza sus predicciones sobre crecimiento. Hoy, muchos consideran que las perspectivas económicas nunca han sido mejores desde principios de la década de 1980. Se trata, en parte, de una pura extrapolación, pero los avances tecnológicos y el continuo proceso de liberalización son también razones para esperar que el crecimiento sea rápido y que la inflación continúe baja. De hecho, a medida que se extienden estos cambios estructurales por toda la economía mundial, parece probable que el notable éxito del que ha disfrutado Estados Unidos en los últimos años se repartirá más. Así pues, no puede excluirse en modo alguno la posibilidad de que la economía mundial, más orientada hacia el mercado, experimente una prolongada expansión.

Sin embargo, aun aceptando esta visión a más largo plazo, las autoridades económicas deben esperar que surjan algunos obstáculos en el camino. Al igual que en periodos históricos anteriores de cambios estructurales prometedores, la última década se ha caracterizado por una rápida expansión del crédito en muchas economías y una creciente sed de riesgo por parte de los prestamistas. Los índices de concentración han aumentado en los mercados financieros, mientras que la liquidez ha disminuido a veces significativamente. Estos acontecimientos implican no sólo que puede haber aumentado la vulnerabilidad de la economía mundial a las perturbaciones macroeconómicas, sino también que la respuesta dinámica de los mercados a estas perturbaciones puede ser más difícil de predecir que en el pasado, más regulado. Por último, también debemos preguntarnos si, con un sistema financiero más globalizado, los responsables de la política económica cuentan con todos los instrumentos necesarios tanto para evitar los problemas como para resolverlos en caso de que surjan. Esta tarea nunca es fácil, ya que las inyecciones de liquidez, que pueden ser necesarias para ayudar a resolver una crisis, también pueden fomentar comportamientos imprudentes y provocar simplemente la siguiente.

Las principales vulnerabilidades macroeconómicas son bien conocidas, comenzando por la posibilidad de que aumente la inflación en los países en una fase más avanzada del ciclo. Pero son las posibles interacciones entre estas vulnerabilidades las que pueden reclamar más atención. En muchos países, los precios de las acciones siguen pareciendo altos según patrones históricos,

incluso dejando de lado las acciones de la “nueva era”, a las que cabría pensar que podrían aplicarse nuevos criterios de valoración. El dólar de Estados Unidos también parece estar más fuerte de lo que es compatible con la estabilización de las tasas de endeudamiento externo a más largo plazo. Dado que ha aumentado el grado en que los rendimientos previstos de las acciones han impulsado los movimientos internacionales de capitales en los últimos años, la posibilidad de que se produzca un ajuste simultáneo en ambos mercados parece mayor de lo que indicarían las correlaciones históricas. La consecuencia probable de ese resultado sería una disminución de la demanda debido a los efectos-riqueza, incluso aunque la inflación aumentara en respuesta tanto a las presiones internas como a las presiones externas. Esta disminución se consideraría útil, ya que ayudaría a contrarrestar las presiones inflacionarias, pero dependiendo extraordinariamente de lo grande y ordenado que fuera el ajuste de la riqueza. No podría excluirse lógicamente ni un aterrizaje duro ni un aterrizaje suave. Por último, en un entorno macroeconómico tan incierto, también cabría esperar una salida de capital de las economías de mercado emergentes. Aunque los países que tienen actualmente un superávit por cuenta corriente y grandes reservas externas podrían resultar poco afectados, no todos los mercados emergentes disfrutaban en estos momentos de una posición exterior tan cómoda.

También merece la pena prestar atención a la dinámica del mercado que condiciona la respuesta del sistema financiero mundial a una continua subida de los tipos oficiales. La subida de los tipos oficiales se ha considerado útil en buena medida para apoyar el crecimiento económico y evitar la inflación. El crecimiento ha sido positivo para los precios de las acciones y para los diferenciales de tipos, y la baja inflación quizá haya frenado la tendencia ascendente de los tipos de los bonos. Sin embargo, si se considerara de repente que las autoridades han sido “rebasadas”, todo podría invertirse y producir efectos contractivos. Por otra parte, el creciente uso del apalancamiento y del endeudamiento con garantía para la compra de títulos, las estrategias de aseguramiento de las carteras y el hecho de que los beneficios de los valores de primera clase dependan cada vez más de las ganancias de las acciones en el sector de alta tecnología, podrían exagerar las fluctuaciones de los precios de las acciones. Se trata de elementos entrelazados todos ellos, que pueden tener consecuencias nocivas. Asimismo, los mercados de renta fija también podrían reaccionar de una manera atípica, dado el cambio de los instrumentos de referencia tanto en el mercado de bonos de Estados Unidos como en Europa y la creciente reticencia de las grandes empresas a dedicar capital a la función de creación de mercado.

Otra incógnita es cómo pueden afectar estos acontecimientos, por separado o en conjunto, a la solidez de las distintas instituciones financieras. Es posible que la continua liberalización, la intensificación de la competencia, el cambio tecnológico y el aumento del interés de los accionistas por el valor hayan fomentado todos ellos una conducta y unas relaciones intersectoriales que sólo se sabrá si han sido imprudentes cuando llegue la próxima recesión. Dicho esto, también debe señalarse que los mercados financieros han mostrado recientemente una extraordinaria volatilidad, sin producir tales efectos, y que

se han realizado un elevadísimo número de transacciones sin el menor signo de tensiones.

¿Qué pueden hacer las autoridades económicas para que la economía mundial recoja los frutos de una estructura productiva y financiera cada vez más eficiente? Cualquiera que sea la respuesta, y más adelante se hacen algunas sugerencias, debe reconocerse que la eficiencia no lo es todo. También ha de tenerse en cuenta la justicia y la sensación de justicia. Así, por ejemplo, es necesario prestar más atención que hasta ahora a las cuestiones relacionadas con la distribución de la renta, la reducción de la deuda y la política proteccionista de los países industrializados, especialmente en relación con las importaciones de productos agrícolas y textiles procedentes de los mercados emergentes. Otros aspectos que deben pesar en la búsqueda de la eficiencia, sobre todo en el desarrollo de los sistemas financieros, son la seguridad y la estabilidad. Siempre hay que sopesar los costos económicos potenciales de las crisis financieras esporádicas y los beneficios de la liberalización de los mercados de capitales. A menos que sea posible adoptar medidas para equilibrar debidamente todos estos objetivos contrapuestos, no puede excluirse la posibilidad de que se sustituya de una manera brusca y negativa el enfoque basado en el mercado por soluciones menos deseables.

Los desequilibrios y la búsqueda de la estabilidad de los precios

La incertidumbre sobre el futuro económico complica inevitablemente la formulación de la política monetaria. Es poco lo que se sabe tanto sobre la estructura de la economía como sobre los rezagos con los que la política monetaria afecta a los objetivos últimos. Los datos suelen revisarse, como los sentimientos que suelen predominar en las decisiones de gasto. Aunque la teoría sugiere que los responsables de la política económica deben hacerlo en todo momento lo mejor que puedan y revisar sistemáticamente sus ideas en función de los datos que vayan surgiendo, esta estrategia también tiene inconvenientes. En particular, la incertidumbre general puede llevar a responder con excesiva tardanza a la nueva información y aumentar así la probabilidad de tener que tomar grandes y perturbadoras medidas más tarde. De hecho, esta tardanza incluso podría poner en cuestión el compromiso de las autoridades de alcanzar los objetivos declarados. Por otra parte, con una estrategia basada únicamente en las expectativas medias, podrían no estar suficientemente preparadas en caso de que se planteara una situación extrema. En las actuales circunstancias, en las que es posible identificar muchos desequilibrios, ese inconveniente parece especialmente importante.

Un punto en el casi todo el mundo estaría de acuerdo es que la tasa actual de expansión de la demanda interna de Estados Unidos es insostenible y potencialmente inflacionaria, y que en algunos de los demás países de habla inglesa la situación es similar, aunque menos extrema. Teniendo en cuenta que el debate sobre las medidas fiscales que habría que tomar en Estados Unidos va claramente en sentido contrario, es muy positiva la tendencia reciente a endurecer la política monetaria, aun cuando los precios de algunos activos parezcan actualmente bastante vulnerables. Si la política monetaria

retrocediera en cuanto surgieran los primeros indicios de descenso de los precios de las acciones, sería enorme el peligro de que se planteara un problema de riesgo moral. En todo caso, si hemos entrado realmente en una “nueva era”, disminuirían extraordinariamente las probabilidades de que el mercado de activos reaccionara de una manera brusca y prolongada. Y si no hemos entrado, podría decirse que cuanto antes se desinfle la burbuja, mejor.

Esto no quiere decir que si el mercado de valores, o los mercados financieros más en general, reaccionaran significativamente, no se deberían tomar medidas. La desinflación puede ir demasiado lejos y demasiado deprisa. Este riesgo no es intrascendente en Estados Unidos ni en algunos otros países que se encuentran en una fase avanzada del ciclo. Dadas las bajas tasas recientes de ahorro y la elevada inversión en vivienda y en bienes duraderos, ahora sería muy fácil posponer los gastos previstos. Pero una vez que ha quedado patente que ciertas inversiones nunca generarán las tasas de rendimiento que se espera de ellas, debería dejarse que los inversionistas equivocados pagaran el precio, y rápidamente, a fin de que sea posible reducir la capacidad y restablecer con prontitud la rentabilidad a largo plazo. Quizá sea ésta la principal lección que cabe extraer del caso de Japón en los años 90.

Otro aspecto sobre el que existe más o menos unanimidad es el hecho de que en Japón la tasa de crecimiento del gasto privado es demasiado baja. La incógnita reside en las medidas que podrían tomarse para que se acelerara. Las autoridades fiscales japonesas deben ser elogiadas por haberse mostrado dispuestas a utilizar la política fiscal anticíclicamente, aunque también podrían haberla aplicado de una manera más eficaz. La tímida utilización inicial de este recurso, unida a las amenazas esporádicas de cambiar de orientación, llevadas a la práctica de vez en cuando, mermaron la confianza del sector público en que la recuperación definitiva estaba próxima. Por otra parte, cuanto más aumentaba el gasto, más disminuía su eficiencia, dando a los contribuyentes la impresión de que el aumento del endeudamiento no era contrarrestado por la presencia de activos valiosos. Aunque los crecientes niveles de deuda pública de Japón implican que el estímulo fiscal global tendrá que ser más moderado en el futuro, un nuevo equilibrio entre los gastos podría arrojar grandes frutos. Reducir la excesiva inversión pública (tres veces mayor que la media del G10) y aumentar el gasto en la subdesarrollada red de seguridad social podrían ayudar a mantener la confianza necesaria. También podría aumentar la movilidad del trabajo en un momento en el que sería sumamente deseable. Dado que las viejas industrias siguen adoleciendo de una excesiva inversión, debe fomentarse la expansión en otras áreas por medio de la liberalización y de otras medidas.

La posibilidad de que la política monetaria expansiva pueda seguir desempeñando un papel importante, ahora que los tipos nominales a corto plazo han llegado a cero, continúa siendo un tema controvertido en Japón y en otros países. En este debate hay dos corrientes de opinión. Según la primera, el Banco de Japón debería haber recurrido a procedimientos “excepcionales” para subir directamente los precios de los activos y aumentar en grado significativo el nivel de reservas del sistema bancario, por ejemplo mediante

intervenciones en yenes no esterilizadas y grandes compras de bonos del Estado. El Banco de Japón se ha opuesto firmemente a ese tipo de iniciativas, alegando que tendrían a lo sumo una utilidad limitada e incluso podrían impedir la subida de los tipos si se recuperara la economía. Tras esta resistencia también se encuentra una legítima preocupación por la independencia a más largo plazo del banco central. La segunda corriente de opinión del debate está relacionada con las ventajas de introducir un nuevo régimen monetario con un objetivo de inflación o de nivel de precios. La lógica de este razonamiento es que, aunque los tipos de interés nominales no puedan ser negativos, sí pueden serlo los tipos reales si existe alguna manera de llevar a creer que de una u otra forma los precios subirán. Los partidarios de la adopción de un nuevo régimen monetario afirman que las expectativas inflacionarias aumentarían como consecuencia de ello y que la adopción de un objetivo de nivel de precios resultaría más atractiva cuanto más tiempo llevaran bajando los precios. Los que se oponen a esta tesis, incluido el Banco de Japón, sostienen que las expectativas no cambiarían espontáneamente si no existiera una forma creíble de cambiar la realidad subyacente del estancamiento económico actual.

Un último punto en el que casi todo el mundo estaría de acuerdo es que, en ausencia de otros problemas, el reto principal que tiene Europa continental ante sí es la reforma estructural. Ni se observan ni se prevén grandes desequilibrios macroeconómicos del tipo que tienen que afrontar cada vez más Estados Unidos y Japón. Las balanzas por cuenta corriente de la región en su conjunto no plantean ningún problema. Las acciones, cuyos precios han experimentado grandes subidas en muchos países, aún constituyen únicamente una pequeña (aunque creciente) proporción de la riqueza de los hogares. Y aun cuando la continua debilidad del euro puede aumentar claramente las presiones inflacionarias, parece que bastaría una política monetaria previsora y vigilante para disipar casi todos los temores. También podría recomendarse la austeridad fiscal, sobre todo en las economías europeas más pequeñas que ya están acercándose al límite de su capacidad, pero en la mayoría de los países ya se adoptaron hace algún tiempo medidas de ajuste presupuestario. Naturalmente, todas estas recomendaciones macroeconómicas para mantener un rumbo estable parten del supuesto de que la expansión europea actual proseguirá, sin que ningún acontecimiento negativo externo la perturbe.

El entusiasmo de Europa por la reforma estructural se ha acrecentado claramente con la introducción del euro, motivado tanto por lo que se espera conseguir con él como por lo que se teme perder si no se adopta. Una moneda única podría aumentar enormemente la eficiencia en los mercados de productos, siempre que se lo permitieran otras reformas. Y a la inversa, si no se introdujeran reformas en el mercado de trabajo, que permitieran responder más deprisa a las señales del mercado, podría aumentar el desempleo, dadas las perturbaciones asimétricas que se producen en una zona monetaria común. Ya se ha hecho mucho, como lo demuestra la excepcional disminución reciente de la tasa de desempleo de la Unión Europea en una fase muy temprana de la recuperación, pero las lecciones de Estados Unidos y las “prácticas ejemplares” de Europa indican que es posible conseguir mayores progresos.

Los jefes de gobierno se han comprometido en su reciente reunión de Lisboa a llevar a cabo reformas estructurales, pero, como siempre, lo difícil es traducir a la realidad este compromiso en sus respectivos países.

Las variaciones de los tipos de cambio entre las principales monedas han solido contribuir a la estabilización cíclica durante los últimos años. Sin embargo, recientemente la fortaleza del yen y la persistente debilidad del euro han sido menos compatibles con los objetivos internos, lo que lleva a preguntarse qué medidas podrían tomarse, además de modificar los tipos oficiales. En la actualidad, parece que no puede hacerse mucho. Sin embargo, las circunstancias podrían cambiar. La intervención unilateral de las autoridades japonesas tiene el inconveniente de que su función de transmitir señales posee escasa credibilidad, puesto que no es posible bajar aún más unos tipos que ya son iguales a cero (si bien sigue existiendo la posibilidad de tomar medidas “poco convencionales”). La intervención bilateral con la participación europea también se ha evitado hasta la fecha, aun cuando, *prima facie*, parece útil si se dan las condiciones necesarias en el mercado. Un motivo podría ser el temor de Europa a que la intervención se interprete erróneamente como una indicación del debilitamiento del compromiso del banco central recién creado de mantener la estabilidad de los precios internos. Y por lo que se refiere a la intervención multilateral, en la que participara también Estados Unidos, preocupa la posibilidad de que pudiera interpretarse como la precursora de un sistema mundial de tipos de cambio dirigidos, que actualmente parece despertar poco entusiasmo en las autoridades.

A más largo plazo, el mayor reto para la política económica podría consistir en hacer frente a un repentino cambio de sentido del dólar. Su contribución a aumentar la desinflación en Japón sería claramente negativa, aunque mucho menos en Europa, donde ha aumentado la preocupación por la inflación. Sin embargo, incluso en este continente podrían surgir problemas si el euro se recuperara demasiado y con excesiva rapidez. Dado lo imprevista que ha sido su reciente caída y teniendo en cuenta que los factores de inercia podrían cambiar de sentido, no debe descartarse esta posibilidad. Naturalmente, si el euro se recuperara en fuerte medida porque resurgiera el optimismo sobre las reformas estructurales en Europa y aumentara tanto el gasto de consumo como el gasto de inversión, disminuirían considerablemente los riesgos que entraña la expansión actual. Ésta parece que sería otra razón muy poderosa para seguir adelante con las reformas estructurales.

Las cuestiones relacionadas con los tipos de cambio parecen aún más importantes desde la perspectiva de las economías de mercado emergentes, ya que éstas son relativamente más abiertas y aún más propensas a sufrir cambios de sentido de los movimientos de capitales en función de las opiniones del mercado. De momento, las perspectivas de mejora de los resultados económicos de Asia, América Latina y Europa oriental han fomentado las entradas, especialmente de inversiones directas. No obstante, sigue preocupando la posibilidad de que las perturbaciones externas o los fracasos de la política interna inviertan de repente el sentido de estos movimientos. Los déficit por cuenta corriente y los problemas presupuestarios estructurales son posibles

motivos de preocupación en América Latina, mientras que la enorme dependencia del sector tecnológico y los lentos progresos realizados en la reestructuración de las empresas y de los bancos pueden plantear problemas en Asia. Aunque la mayoría de las economías de mercado emergentes teóricamente tienen unos tipos de cambio fluctuantes, también es cierto que muchas de ellas, sobre todo asiáticas, han intervenido extraordinariamente para frenar la pérdida de competitividad provocada por la apreciación de su moneda. Este tipo de política, aunque se dice que es compatible con la necesidad de acumular reservas y mejor que los controles de capitales, que sorprendentemente han suscitado muy poco interés hasta la fecha, podría acabar provocando una excesiva creación de crédito, y ésta no es más que otra manera de perder competitividad. Quizá sea más pernicioso el riesgo de que los prestatarios vuelvan a una mentalidad de tipo de cambio fijo y comiencen de nuevo a pedir préstamos en monedas extranjeras de menor costo. Aunque parece improbable a la luz de las recientes crisis, es asombroso observar lo pronto que se olvidan incluso las lecciones aprendidas dolorosamente.

Algunas economías de mercado emergentes han manifestado con mayor claridad su preferencia por un cambio de política monetaria. Sólo el año pasado, por ejemplo, Sudáfrica, Brasil, Polonia y la República Checa anunciaron la adopción de una política de objetivos de inflación. Al tomar esta decisión, se han sumado al club de países industrializados que basan su política en un objetivo de inflación anunciado previamente dentro de un sistema de tipos de cambio fluctuantes. Cualesquiera que sean las virtudes de este tipo de sistema en los países industrializados, las ventajas y los inconvenientes parecen algo distintos cuando se adopta en otros países.

Entre las ventajas para los mercados emergentes se encuentra su posible transparencia. Así, con un objetivo de inflación las autoridades podrían ser acusadas en menor medida de que tienen intereses personales cuando fijan tanto los tipos de interés como los tipos de cambio. Otra ventaja es la posibilidad de anclar las expectativas sobre la inflación en los países que tienen un historial de control de la inflación especialmente malo, como es el de muchos países latinoamericanos. Sin embargo, un objetivo de inflación también tiene algunos inconvenientes en las economías de mercado emergentes. Entre éstos se encuentran su capacidad relativamente escasa para realizar predicciones económicas complejas (incluidas las predicciones sobre la inflación), la escasa fiabilidad de los datos y el problema de los cambios estructurales que están produciéndose. Por otra parte, muchos mercados emergentes, como se ha visto muy recientemente en Asia, han demostrado ser vulnerables a las burbujas de los precios de los activos, que no son fáciles de resolver con un objetivo de inflación. Por último, el hecho de que los alimentos y las importaciones tengan tanto peso en la cesta de consumo y de que la liberalización de los precios sea a menudo un fenómeno extendido y todavía inacabado, puede provocar una notable diferencia entre la inflación general y el índice que el banco central piensa poder controlar realmente.

En suma, las economías de mercado emergentes se enfrentan a una versión sumamente exagerada del dilema en el que se encuentran los países

industrializados que tienen un objetivo de inflación. Si fijan un objetivo demasiado ambicioso, perderán credibilidad si no lo alcanzan. Y si fijan, por el contrario, un objetivo más realista, puede ocurrir que éste se considere poco ambicioso y no tenga ninguna credibilidad. Como ocurre con todos los sistemas posibles, lo que es bueno para uno no lo es para todos. Cada país debe analizar sus propias circunstancias y su propia historia, y pensar cuál es la mejor solución. Sin embargo, en lo que se refiere a la necesidad de adoptar una política fiscal adecuada, no es preciso pensar nada. Sin una política de ese tipo, la historia nos enseña que cualquier medida destinada a controlar la inflación está abocada al fracaso.

El cambio estructural y la prevención de la inestabilidad financiera mundial

En la década de 1930, las quiebras financieras agravaron seriamente la recesión económica en muchos países industrializados y llevaron a regular más rigurosamente la actividad financiera. El periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial fue testigo de una liberalización gradual a medida que se desvanecía el recuerdo de las dificultades anteriores y se reconocían mejor las ventajas que podía tener la liberalización de los mercados financieros. Sin embargo, las repetidas crisis financieras de las tres últimas décadas, tanto en los países industrializados como en las economías de mercado emergentes, han suscitado de nuevo el interés por tres cuestiones: ¿cómo podrían evitarse las crisis en el futuro?, ¿cómo podrían gestionarse mejor cuando estallaran? y ¿cómo podrían resolverse finalmente incluso por medio de una reducción de la deuda? Se han logrado notables progresos en cada una de estas cuestiones, pero no son nada comparados con lo que queda por hacer. En algunas cuestiones aún no existe un consenso internacional sobre las medidas razonables. Y en casi todos los casos, las dificultades prácticas que plantea la aplicación de las propuestas acordadas es una tarea de enormes proporciones.

Las medidas destinadas a prevenir las crisis financieras reconocen cada vez más que las deficiencias microeconómicas pueden interactuar con los fenómenos macroeconómicos y tener peligrosas consecuencias. Estos problemas pueden manifestarse de tres formas en el mercado: volatilidad extrema a corto plazo de los precios en algunos mercados, distorsiones de los precios a medio plazo, incluidos los que pueden provocar burbujas de los precios de los activos y excesivos movimientos de capitales, y el contagio a otros mercados y países sin que lo justifiquen las variables fundamentales subyacentes. Es preciso, pues, adoptar medidas preventivas en relación con cada uno de los tres pilares que sustentan tanto los sistemas financieros nacionales como los internacionales: la buena salud de las instituciones financieras, el funcionamiento correcto de los mercados y la creación de una sólida infraestructura, incluidos los procesos jurídicos y judiciales, los sistemas de pago y de liquidación y las normas contables. Por lo que se refiere a cada pilar, es posible identificar otro trío, en esta ocasión de sistemas de incentivos, para ayudar a promover la prudencia en el comportamiento. El punto de partida debe ser la gestión interna, basada fundamentalmente en la búsqueda

del interés propio y en la preservación del capital privado. A esto puede añadirse una supervisión y un control adecuados. Y por último, la disciplina de mercado, aun reconociendo las limitaciones que tiene de vez en cuando, debe ocupar un lugar cada vez más importante en un mundo que se basa cada vez más en el mercado. Dados estos tres problemas, tres pilares y tres recomendaciones para cada uno, quizá no sea sorprendente que aún quede tanto por hacer.

Tratar de fomentar la salud de las instituciones financieras, especialmente de los bancos, es una condición fundamental para la estabilidad financiera. La mayoría de las crisis sigue debiéndose, ya sea en las economías de mercado emergentes o en los países industrializados, a instituciones financieras que se endeudan en exceso en las épocas aparentemente buenas y se contraen de forma brutal a continuación. Su gestión mejoraría, en primer lugar, si se fijaran más en las tasas de rendimiento ajustadas para tener en cuenta el riesgo, sobre todo cuando retribuyen a los operadores y a los responsables del crédito. La búsqueda implacable de valor para los accionistas, sin este ajuste crucial, podría ser una estrategia muy peligrosa. A esta recomendación también podría añadirse la conveniencia de prestar más atención a la forma en que las redes públicas de seguridad pueden fomentar la conducta imprudente, comenzando por las instituciones que se piensa están garantizadas por el Estado. El enorme crecimiento reciente de estas instituciones en Estados Unidos aumenta la vieja preocupación por el grado parecido de implicación del Estado tanto en la banca de Japón como en la de Europa continental.

Según las propuestas presentadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para mejorar el Acuerdo sobre Recursos Propios de 1988, que se modificará a la luz del proceso de consultas que acaba de concluir, las exigencias mínimas de fondos propios de los bancos que tienen un sistema de calificación bien desarrollado estarán relacionadas más estrechamente con sus propias evaluaciones internas del riesgo crediticio. Esta conexión es claramente deseable, siempre que, por supuesto, las evaluaciones no estén sesgadas en ningún sentido. Los bancos que adopten este método deberán disponer, pues, de unas normas prácticas y directrices sólidas que garanticen la integridad del proceso del sistema de calificación y de sus resultados. El método estandarizado propuesto para los bancos menos sofisticados tiene menos ventajas, pero también puede entrañar menos riesgos. Evidentemente, debe estudiarse bien, ya que es probable que la inmensa mayoría de los bancos de los mercados emergentes se rijan por él.

El nuevo Acuerdo sobre Recursos Propios propuesto también reconoce que los supervisores tienen la importante misión de asegurarse de que se evalúan debidamente las necesidades de recursos propios, y que las exigencias de fondos propios de las distintas instituciones son coherentes y similares. A este respecto, la existencia de unas reglas sencillas que garantizaran la provisión de fondos por adelantado podría desempeñar un papel más importante que en la actualidad. El Comité de Basilea ha señalado que la disciplina de mercado también podría encauzar a las instituciones financieras a comportarse prudentemente. Los diferenciales de tipos y los precios de las acciones son mecanismos tradicionales en este sentido, pero también debería considerarse

la deuda subordinada. Una condición necesaria, pero no suficiente, para la aplicación de la disciplina de mercado es que el mercado disponga de suficiente información fiable para poder efectuar evaluaciones sólidas. Conseguir que se facilite esa información, así como una explicación clara de los principios contables en los que se basa, debería continuar siendo una de las máximas prioridades.

Naturalmente, uno de los problemas que plantea la disciplina de mercado es que también puede sufrir las mismas oleadas de optimismo y pesimismo que podrían afectar a las calificaciones internas. Dado que tales fenómenos pueden tener repercusiones sistémicas, el sector público debe prestar mucha más atención a la evolución de la situación y a la elaboración de procedimientos analíticos para evaluar el riesgo de que surjan problemas sistémicos. De hecho, también es muy recomendable la utilización de técnicas de simulación de crisis como corolario de esas predicciones. Es necesario aclarar si este tipo de análisis debe ser realizado principalmente por los supervisores o por otras entidades (normalmente los bancos centrales) con la responsabilidad global de la estabilidad sistémica, o por unos y por otros para asegurarse de que esta importante función no se olvida simplemente. Un argumento para involucrar a los bancos centrales es que puede existir una útil complementariedad entre su enfoque de “arriba abajo” y el enfoque de “abajo arriba” que suelen seguir más los supervisores. Un hecho simple, pero importante, es el de que muchas recomendaciones destinadas a fomentar los comportamientos prudentes en la empresa pueden producir efectos negativos si un gran número de ellas cambia simultáneamente de conducta de la misma forma. Este tipo de falacias de la composición son bien conocidas en la teoría macroeconómica.

Aunque la solidez de las instituciones financieras sigue siendo clave para la estabilidad financiera, sobre todo en las economías de mercado emergentes, los acontecimientos ocurridos durante el otoño de 1998 ponen de relieve cuán importante es cada vez más que los mercados financieros también funcionen bien. Una cuestión fundamental radica en que éstos puedan ofrecer otras fuentes de crédito cuando se agoten las de los bancos, y viceversa. Ésta es una importante explicación del reciente interés en desarrollar mercados líquidos de bonos del Estado en muchas economías de mercado emergentes. Estos mercados de bonos del Estado podrían servir con el tiempo de punto de referencia para las emisiones de bonos del sector privado. Los gobiernos de muchos países industrializados también están enfrentándose a cuestiones parecidas relacionadas con el funcionamiento del mercado, ya que los crecientes superávits públicos reducen la cantidad de bonos existentes, lo que puede agravar el problema de la gestión del riesgo en situaciones de dificultad.

Aun cuando sea de interés general disponer de unos mercados financieros más completos, debe reconocerse que tales mercados no siempre funcionan tan eficientemente como sería de esperar. Una solución, que reconoce el interés de los participantes, es el aumento de la transparencia. Si éstos conocieran mejor la situación financiera y la exposición de las contrapartes, sería menos probable que se retiraran cuando hubiera incertidumbre. En el

mismo orden de cosas, si los prestamistas dispusieran de mejor información sobre los perfiles de endeudamiento de los prestatarios soberanos, sería menos probable que sintieran temor de repente y trataran de retirarse. Actualmente, están en marcha algunas iniciativas para aumentar la transparencia en ambos casos (véase el capítulo dedicado a las Actividades del Banco), que deberían seguirse decididamente.

Por lo que se refiere a la contribución de los supervisores a la mejora del funcionamiento de los mercados, existen pruebas de que éstos cada vez están menos fragmentados, por lo que son más susceptibles de comportarse gregariamente sobre todo en los momentos de dificultades. La creciente concentración de los operadores, los sistemas comunes de gestión del riesgo y de reglamentación, el creciente uso de los indicadores de referencia y del seguimiento de índices y la explotación de información común y disponible al instante, son factores todos que pueden estar contribuyendo a ello. Sin embargo, es mucho menos obvio lo que podrían hacer las autoridades supervisoras en relación con estas tendencias estructurales subyacentes. Por último, está la cuestión más fundamental de todas. ¿Por qué reaccionan excesivamente los mercados y no son capaces, de hecho, de disciplinarse? En un mundo ideal, los que alejaran los precios de los niveles de “equilibrio” perderían dinero rápidamente cuando los precios recuperaran su valor medio. Sin embargo, en el mundo real no suele ocurrir así. Dado que estos fenómenos existen desde tiempos inmemoriales, es posible que este tipo de fallas del mercado sea simplemente uno de los costos que hay que pagar para recoger los beneficios globales de un sistema económico basado en el mercado.

El tercer pilar necesario para que un sistema financiero funcione bien es la infraestructura subyacente; en particular, los sistemas de pagos y liquidación, el marco jurídico y judicial y las normas contables. Por lo que se refiere a los sistemas de pagos, se ha avanzado mucho desde finales de la década de 1980. El año pasado, el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación radicado en Basilea publicó un documento de consulta titulado “Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes”. La principal tarea en el futuro es ajustar estos principios a la luz de los comentarios recibidos y velar por que se apliquen con éxito en todos los grandes mercados financieros. Dado que sólo en los países industrializados estos sistemas están tramitando actualmente alrededor de 6 billones de dólares de transacciones al día, es claramente urgente que funcionen perfectamente. Por lo que se refiere a la infraestructura legal, su importancia fundamental fue puesta de relieve por las consecuencias prácticas de las inadecuadas leyes de propiedad de Rusia y de algunas otras economías en transición. La crisis del este asiático también puso de manifiesto algunas deficiencias legales, que sólo se han subsanado en parte. Y en muchos países es necesario agilizar la aplicación de la legislación existente, y de una manera mucho menos arbitraria que actualmente. Por último, se han conseguido notables avances en la búsqueda de un acuerdo sobre un conjunto común de normas contables mundiales. Es necesario seguir adelante en esta tarea vital, completarla y aplicarla.

La gestión y la resolución de las crisis financieras

Aunque es posible reducir la incidencia de las crisis financieras, éstas nunca desaparecerán totalmente. La mejor manera de gestionar una crisis para reducir sus costos macroeconómicos y sociales dependerá mucho de cómo se manifieste en los procesos de mercado. Ello no obstante, casi todas las crisis financieras tienen en común una pérdida repentina de confianza del mercado y la necesidad de evaluar rápidamente las necesidades de liquidez del sistema y la manera mejor de satisfacerlas. En cambio, la resolución de las crisis es una tarea a más largo plazo, que suele exigir una cierta reducción de la deuda. La gestión y la resolución de las crisis financieras pueden tener un componente tanto interno como internacional, y normalmente requieren la implicación de los acreedores del sector privado y de los poderes públicos. Sin embargo, si se quiere evitar el problema del riesgo moral, sólo debe acudir a éstos como último recurso, cuando existan claras pruebas de que hay alguna falla del mercado o alguna externalidad.

Tampoco debe suponerse automáticamente que es probable que se produzcan esas fallas en el mercado. Los mercados financieros privados, cada vez más interrelacionados, tienen la posibilidad tanto de desactivar las crisis como de propagarlas. Por ejemplo, en el otoño de 1998, muchos prestatarios tuvieron dificultades para conseguir créditos en los mercados de títulos a corto plazo y derivados. Sin embargo, los mercados interbancarios se expandieron enormemente y desempeñaron un papel fundamental en la redistribución del crédito entre los que lo necesitaban. Los operadores del sector privado, especialmente los grandes cuya conducta puede afectar a todo el sistema, tienden a internalizar esas externalidades (de hecho, como en el caso de LTCM, podrían ser animados a hacerlo), lo que debería conducir a un comportamiento más estabilizador. Eso no quiere decir, desde luego, que nunca será necesario que se involucre explícitamente el sector público, sino que éste debe reservarse el derecho a opinar al respecto. Esta discrecionalidad debe aplicarse no sólo a los posibles préstamos de emergencia a los bancos, sino también, e incluso más, a la posibilidad de apoyar a los mercados que han perdido de repente liquidez por alguna razón imprevista.

El tipo de participación del sector público también debe depender de dos aspectos de los mercados financieros modernos: la rapidez con que pueden producirse cambios actualmente y su dimensión internacional. Por lo que se refiere a la primera, en el futuro será especialmente importante que las distintas partes involucradas tengan líneas abiertas de comunicación y procedimientos acordados para utilizarlas. Las entidades públicas también deben tener claro, al menos entre ellas mismas, cuáles son las competencias de cada una. Esta claridad es evidentemente necesaria a escala nacional, incluida la zona del euro, pero también puede serlo a escala internacional. Las instituciones financieras que actúan en un país pueden muy bien tener raíces internacionales y, en ese caso, el supervisor del país de "origen" sería el responsable de su conducta. Por otra parte, las necesidades de liquidez podrían muy bien referirse a una moneda extranjera, lo que añadiría una nueva dimensión al problema. Aunque el banco central de un país estuviera dispuesto a aumentar

la liquidez del sistema en su conjunto y, por lo tanto, a bajar los tipos de interés, esa medida serviría de poco si el problema fuera una escasez de divisas. De hecho, este tipo de política podría ser fácilmente contraproducente si la moneda nacional se depreciara como consecuencia de ello y aumentaran significativamente los intereses de la deuda denominada en moneda extranjera.

En los últimos años, se ha debatido mucho sobre la manera de suministrar liquidez internacional a los mercados emergentes aquejados de estos problemas. No está claro, sin embargo, que se hayan conseguido muchos progresos concretos en las dos cuestiones fundamentales. La primera es cómo se podría inducir al sector privado a suministrar la liquidez necesaria tanto refinanciando la deuda que vence como suministrando nuevo dinero, por ejemplo para ayudar a financiar un déficit por cuenta corriente. Lo primero puede hacerse por medio de una suspensión temporal de pagos, que tiene la ventaja de tratar a todos los acreedores por igual, pero es muy probable que impida el otorgamiento de nuevos créditos. Otra posibilidad es la persuasión moral, método que se ha utilizado recientemente en Corea y que se parece a la coacción. Por otra parte, un creciente problema consiste en cómo coordinar esa financiación. A medida que crece la heterogeneidad de los prestatarios de los mercados emergentes y los prestamistas de los países desarrollados, resulta cada vez más difícil saber quién tiene autoridad, si la tiene alguien, para efectuar promesas y para velar por que se cumplan. En este contexto, cuanto mayor sea el número de emisores de bonos a los que se pueda convencer de que incluyan cláusulas de acción colectiva, mayores serán las probabilidades de que se reestructure ordenadamente la deuda.

La segunda cuestión son las modalidades apropiadas de implicación del sector público. Es necesario encontrar un equilibrio entre la provisión de liquidez por parte del FMI y el riesgo moral que engendra esta ayuda. Para algunos, en general sólo se debería poder acceder al FMI para cantidades inferiores a las que se han facilitado recientemente y a través de un número menor de mecanismos financieros. Según este enfoque, basado esencialmente en la aplicación de normas, sólo un acceso limitado al dinero del sector público es coherente con el espíritu del reparto de los costos, y los términos y las condiciones de ese acceso deben ser conocidos de antemano por todo el mundo. Los defensores de este enfoque no niegan que podría haber casos, probablemente de importancia sistémica, en los que el sector público podría considerar correcto conceder préstamos mucho mayores. Sin embargo, cabría argumentar que, en esos casos, el proceso de aprobación debería ser más formal y más difícil. El principal argumento en contra de tales opiniones consiste en que todas las crisis son diferentes y que es necesario encontrar rápidamente la manera de gestionarlas, lo que justifica más bien la necesidad de que el FMI goce de mayor "discrecionalidad". En contraste con estas opiniones contrapuestas, parece que cada vez son más lo que piensan que la financiación oficial debe subordinarse más a los esfuerzos para prevenir las crisis y que debe disuadirse a los países de que soliciten repetidamente créditos de largo plazo al FMI.

Las maneras de resolver las crisis reduciendo explícitamente la deuda no son menos controvertidas. Dos son los tipos de problemas que ocupan en

la actualidad el centro del escenario: la reestructuración bancaria en un gran número de economías de mercado emergentes y la reducción de la deuda de un número aún mayor de países muy pobres y sumamente endeudados. En ambos casos, deben aplicarse dos principios. En primer lugar, si la cuestión fundamental es quién debe pagar las pérdidas ya experimentadas, deben ser los que hayan contribuido a ellas. Los contribuyentes no deben asumir las pérdidas en que hayan incurrido otros, a menos que sus gobiernos también sean acreedores. Naturalmente, los gobiernos y las instituciones financieras internacionales son los mayores acreedores de los países más pobres y, por lo tanto, los que tienen especialmente la responsabilidad de reducir la carga de su deuda. Y en segundo lugar, las medidas para resolver las crisis deben ir acompañadas de esfuerzos para evitarlas en el futuro. Por lo tanto, no basta con reestructurar los bancos; también hay que lograr que sean eficientes y rentables. En el caso de la reducción de la deuda de los países, es fundamental que se tomen medidas para garantizar una buena gestión, así como la inversión en la salud y la educación de la población. La reducción de la deuda puede ser en algunos casos una condición necesaria para resolver las crisis, pero no es en modo alguno suficiente para garantizar la prosperidad en el futuro.

La experiencia adquirida hasta ahora parece suficiente para aventurar algunas sugerencias más sobre la reestructuración de los bancos. Quizá la más importante sea que siempre deberían probarse primero las soluciones basadas en el sector privado. Incluso los bancos técnicamente insolventes pueden tener aspectos valiosos que los hagan atractivos en un proceso de absorción, y a veces incluso una pequeña inyección de capital puede cambiar totalmente la situación. Sin embargo, las absorciones y las fusiones deben tener un sentido financiero; el tamaño no es por sí solo garantía de supervivencia. Y los bancos extranjeros deben participar en el proceso, ya que aportan conocimientos y tecnología, así como capital. También parece que son cada vez más los que piensan que la existencia de criterios claros para la intervención del sector público puede ser útil para evitar la tolerancia, y que esa intervención debe estar sujeta a ciertos principios. Debe ser oportuna, global, apolítica, transparente y, sobre todo, definitiva.

Ya se trate de fomentar la estabilidad financiera o de gestionar y resolver las crisis, efectuar recomendaciones y establecer unas normas de prácticas ejemplares es la tarea más fácil. La aplicación real de una buena política es mucho más difícil. Hay muchos obstáculos que pueden impedir hacerlo bien: la inercia, los intereses políticos y oligopolísticos creados, las frecuentes deficiencias de las leyes y de la ejecución de las sentencias judiciales y la insuficiente formación (y a veces remuneración) de los funcionarios públicos. Estos factores están presentes en todos los países, pero sobre todo en las economías de mercado emergentes. Para contrarrestarlos deben darse incentivos para hacer lo correcto: disciplina de mercado, vigilancia, ayuda técnica y financiera externa y, sobre todo, un mayor sentido del interés propio. Todo lo que se diga de las ventajas de contar con un sector financiero eficiente y seguro es poco. Los considerables esfuerzos que podría ser necesario realizar para conseguirlas bien valen la pena.