

# Banco de Pagos Internacionales

## 69° Informe Anual

1° de abril de 1998–31 de marzo de 1999 Basilea, 7 de junio de 1999

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements  
Information, Press & Library Services  
CH-4002 Basilea, Suiza

Fax: +41 61 / 280 91 00 y +41 61 / 280 81 00

© *Banco de Pagos Internacionales 1999*

*Reservados todos los derechos.*

*Se permite la reproducción o traducción de breves extractos,  
siempre que se indique su procedencia.*

ISSN 1021-2477

ISBN 92-9131-503-6

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

El Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Índice

	Página
Carta de presentación .....	1
I. Introducción: el lado más oscuro de los procesos de mercado .....	3
Desinflación mundial y dinámica de la crisis .....	5
Gestión y prevención de la crisis .....	8
II. Evolución de la situación en los países industriales avanzados .....	12
Aspectos más destacados .....	12
Ajustes y respuestas de las autoridades a las perturbaciones externas .....	13
Comercio exterior y balanza por cuenta corriente .....	16
Política fiscal .....	19
Otros componentes de la demanda .....	21
Evolución de los mercados de trabajo .....	26
<i>Desempleo</i> .....	26
<i>Productividad del trabajo</i> .....	27
Evolución reciente de la inflación de precios y salarios .....	29
<i>Evidencia de rigideces nominales</i> .....	32
III. Propagación de la crisis en los mercados emergentes .....	36
Aspectos más destacados .....	36
Factores clave en la evolución de las economías de mercado emergentes .....	36
<i>Movimientos de capitales</i> .....	38
<i>Evolución del comercio de mercancías</i> .....	44
Ajuste a la crisis en Asia .....	46
<i>Evolución reciente</i> .....	46
<i>Desarrollo de la crisis y orientación de la política económica</i> .....	51
<i>China y la India</i> .....	54
<i>Reestructuración de la banca y de las empresas</i> .....	56
La crisis financiera rusa y su repercusión en Europa oriental .....	58
Evolución en América Latina .....	62
<i>La crisis brasileña</i> .....	64
<i>Contagio en otras economías latinoamericanas</i> .....	66
IV. Política monetaria en los países industriales avanzados .....	70
Aspectos más destacados .....	70
Estados Unidos .....	71
Japón .....	73
La zona del euro .....	75
<i>Evolución económica y monetaria</i> .....	75
<i>Estrategia de la política monetaria del BCE</i> .....	78
Países con un objetivo explícito de inflación .....	82
<i>Tipos de cambio y política monetaria</i> .....	85

	Página
La política monetaria en condiciones de estabilidad de los precios . . . . .	88
<i>Antecedentes históricos</i> . . . . .	89
<i>Anclaje de las expectativas</i> . . . . .	91
<i>Implicaciones de una inflación baja para la política monetaria</i> . . . . .	92
V. Conmoción en los mercados de activos . . . . .	94
Aspectos más destacados . . . . .	94
Evolución de los mercados de activos en el mundo industrial . . . . .	95
<i>Los mercados de activos</i> . . . . .	95
<i>Los mercados de bonos</i> . . . . .	100
<i>Los mercados inmobiliarios</i> . . . . .	104
Características de los mercados financieros en dificultades . . . . .	106
<i>Cambios de opinión de los inversionistas</i> . . . . .	106
<i>Huida en busca de calidad y de liquidez</i> . . . . .	109
<i>Dinámica atípica de los precios de los activos</i> . . . . .	112
<i>El caso del LTCM: ¿un signo de los tiempos?</i> . . . . .	114
<i>Lecciones de la crisis de septiembre y octubre de 1998</i> . . . . .	115
VI. Evolución de los mercados de divisas . . . . .	118
Aspectos más destacados . . . . .	118
El dólar, el yen, el marco y el euro . . . . .	118
<i>Determinantes cíclicos y técnicos del tipo de cambio del dólar</i> . . . . .	118
<i>Perspectivas del dólar a largo plazo</i> . . . . .	126
Evolución de los mercados de divisas emergentes . . . . .	127
Los tipos de cambio intraeuropeos . . . . .	131
Los mercados de divisas tras la introducción del euro . . . . .	132
VII. Mercados financieros internacionales . . . . .	137
Aspectos más destacados . . . . .	137
El mercado bancario internacional . . . . .	139
<i>Operaciones con países situados dentro de la zona declarante</i> . . . . .	140
<i>Operaciones con países situados fuera de la zona declarante</i> . . . . .	142
El mercado internacional de títulos . . . . .	145
<i>Tipo y nacionalidad de los emisores</i> . . . . .	147
<i>Tipo y moneda de las emisiones</i> . . . . .	148
Mercados mundiales de derivados . . . . .	150
<i>Instrumentos negociados en bolsa</i> . . . . .	151
<i>Instrumentos OTC</i> . . . . .	155
<i>Vínculos entre los mercados y transparencia</i> . . . . .	156
VIII. Conclusiones: encontrar luz entre las sombras . . . . .	160
Políticas en favor de la estabilidad macroeconómica . . . . .	162
Políticas en favor de la estabilidad financiera . . . . .	167

---

Actividades del Banco . . . . .	173
Cooperación monetaria y financiera internacional . . . . .	173
Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras . . . . .	174
Reuniones de comités permanentes sobre cuestiones relacionadas	
<i>con la estabilidad financiera</i> . . . . .	175
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i> . . . . .	175
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i> . . . . .	177
<i>Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación</i> . . . . .	178
Cooperación internacional más amplia . . . . .	180
<i>Aportaciones del BPI a las tareas del Grupo de los Diez</i> . . . . .	180
<i>Aportaciones del BPI a las tareas sobre la reforma de la arquitectura</i> <i>financiera internacional</i> . . . . .	180
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i> . . . . .	181
<i>Consejo Conjunto del Año 2000</i> . . . . .	182
Otros tipos de cooperación con los bancos centrales . . . . .	183
<i>Servicio de Coordinación para Bancos Centrales y Organizaciones Internacionales</i> . . . . .	183
<i>Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos</i> . . . . .	183
<i>Grupo de Expertos en Informática</i> . . . . .	184
Oficina de Representación para Asia y el Pacífico . . . . .	184
Instituto para la Estabilidad Financiera . . . . .	185
Funciones de agente y fideicomisario . . . . .	185
<i>Agente del sistema privado de pago y compensación del ecu</i> . . . . .	186
<i>Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales</i> . . . . .	186
<i>Agente depositario de las garantías de bonos brasileños</i> . . . . .	187
<i>Agente depositario de las garantías de bonos peruanos</i> . . . . .	187
<i>Agente depositario de las garantías de bonos de Côte d'Ivoire</i> . . . . .	187
Ayuda financiera a bancos centrales . . . . .	187
Operaciones del Departamento Bancario . . . . .	188
Pasivo . . . . .	188
Activo . . . . .	189
Beneficios netos y distribución . . . . .	189
Cambios de la composición del Consejo de Administración . . . . .	191
Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de marzo de 1999 . . . . .	193
Consejo de Administración . . . . .	208
Alta dirección del Banco . . . . .	209

# Índice de gráficos (\*) y cuadros

Página

## Evolución de la situación en los países industriales avanzados

Contribuciones al crecimiento del PIB en algunos países . . . . .	14
Crecimiento del PIB real en 1997 y 1998* . . . . .	15
Comercio exterior y precios de los bienes en el mercado mundial . . . . .	16
Cambios de las balanzas por cuenta corriente . . . . .	17
Variaciones de la demanda interna y balanza por cuenta corriente* . . . . .	18
Saldo presupuestario efectivo y estructural de las administraciones públicas* . . . . .	19
Saldos primarios y variaciones de la deuda pública* . . . . .	20
Endeudamiento del sector privado en Estados Unidos* . . . . .	22
Evolución del ahorro interno en algunos países . . . . .	23
Evolución reciente de la inversión empresarial fija y posibles determinantes . . . . .	24
Relación capital/producto y tasa de rendimiento del sector empresarial en 1998* . . . . .	25
Tasas de desempleo en 1997 y 1998* . . . . .	26
Fuentes de crecimiento de la productividad en el sector empresarial . . . . .	28
Inflación de los precios de consumo en 1997 y 1998* . . . . .	29
Inflación y brechas de producción* . . . . .	30
Precios de las materias primas en términos reales* . . . . .	31
Estimaciones de la rigidez nominal . . . . .	34

## Propagación de la crisis en los mercados emergentes

Principales fases de la crisis de los mercados emergentes . . . . .	37
Flujos de capital y reservas en las economías de mercado . . . . .	38
Financiación internacional de las economías de mercado emergentes . . . . .	40
Márgenes de los bonos en los mercados emergentes* . . . . .	41
Media y volatilidad diarias de los márgenes de los bonos de los mercados emergentes . . . . .	42
Márgenes de los bonos de los mercados emergentes según su calificación* . . . . .	43
Influencia de los precios de las materias primas en algunas economías . . . . .	44
Destino de las exportaciones de las economías de mercado emergentes en 1998 . . . . .	45
Determinantes del comercio . . . . .	46
Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente . . . . .	47
Evolución del comercio de mercancías en Asia y América Latina . . . . .	48
Evolución de los mercados financieros en Asia* . . . . .	49
Indicadores de los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades de Asia . . . . .	50
Producción industrial en Asia* . . . . .	51
Balances presupuestarios en las economías de mercado emergentes . . . . .	53
Indicadores financieros de Rusia* . . . . .	59
Inflación, tipos de interés reales y tipos de cambio en América Latina* . . . . .	63
Indicadores financieros de Brasil* . . . . .	65
Indicadores financieros de Argentina* . . . . .	67

## Política monetaria en los países industriales avanzados

Indicadores económicos de Estados Unidos* . . . . .	72
Indicadores económicos de Japón* . . . . .	74
Brechas de producción, inflación y tipos de interés en la zona del euro* . . . . .	77

Precios de los activos en la zona del euro y en Estados Unidos*	78
Tipos de interés de la zona del euro: tipo efectivo y tipo calculado según la regla de Taylor*	79
Inflación y crecimiento del dinero en la zona del euro*	81
Inflación y tipos oficiales en los países con un objetivo explícito de inflación*	83
Indicadores económicos de Noruega y Suiza*	87
Características de los países con un objetivo de inflación*	88
Deflación en perspectiva	90

## Conmoción en los mercados de activos

Índices bursátiles*	96
Indicadores de valoración de los precios de las acciones	97
Acciones: precio observado, precio "justificado" y dividendos*	98
Dividendos reales y beneficios reales por acción	99
Rentabilidad del dividendo y rendimiento real de los bonos*	100
Segmentación del mercado de acciones en Estados Unidos*	101
Rendimiento de los bonos*	102
Diferencias de rendimiento de los bonos*	103
Volatilidad de los rendimientos de los bonos*	103
Precios de la propiedad inmobiliaria (nominales y ajustados para tener en cuenta la inflación)	105
Actitud de los inversionistas hacia el riesgo y la liquidez*	107
Emisiones de bonos internacionales del sector no financiero en Asia y América Latina*	108
Márgenes de liquidez en Estados Unidos y Alemania*	109
Margen entre los tipos de los swaps y rendimiento de los bonos del Estado a 10 años*	110
Fuentes de financiación internacional del sector no bancario en Asia y América Latina*	111
Correlaciones excepcionales en los mercados de bonos*	113

## Evolución de los mercados de divisas

Algunos tipos de cambio con respecto al dólar*	119
Tipos de interés futuros a seis meses*	120
Yen, marco y euro: tipo de cambio con respecto al dólar, volatilidad implícita y reversión del riesgo*	121
Precios de los activos, diferencia de rendimiento de los bonos y tipo de cambio entre el yen y el dólar*	122
Distribuciones de probabilidad del yen con respecto al dólar*	123
Estrategias especulativas cortas sobre el yen ( <i>yen carry trades</i> ) y tipo de cambio entre el yen y el dólar en 1998*	124
Estimaciones del valor de equilibrio a largo plazo del dólar	126
Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes*	128
Tipos de cambio con respecto al dólar en algunos mercados asiáticos*	129
Fuentes de las presiones competitivas sobre las monedas asiáticas	130
Tipos de cambio de algunas monedas con respecto al marco y al euro*	131
Mercados de divisas y UEM	133
Reservas oficiales de divisas	134
Operaciones transfronterizas en bonos y acciones	135
Papel del dólar, el marco y el yen como monedas de anclaje	136

## Mercados financieros internacionales

Actividad en los mercados financieros internacionales*	137
Estimaciones de la financiación neta en los mercados internacionales	138
Principales características de la actividad bancaria internacional	139
Préstamos bancarios internacionales por moneda y nacionalidad*	141
Derechos externos de los bancos sobre países situados fuera de la zona declarante	142

	Página
Financiación internacional por regiones* . . . . .	143
Principales características de los derechos bancarios internacionales por regiones* . . . .	144
Principales características de las emisiones internacionales de títulos . . . . .	145
Tipos de interés a largo plazo* . . . . .	146
Principales características de los mercados internacionales de bonos y títulos* . . . . .	147
Margen medio de los bonos internacionales soberanos en dólares de EE.UU.* . . . . .	148
Mercados de algunos instrumentos financieros derivados . . . . .	151
Instrumentos financieros derivados negociados en bolsas organizadas . . . . .	152
Derivados negociados en las principales bolsas* . . . . .	153
Volumen de contratos de derivados de tipos de interés europeos	
por moneda y vencimiento* . . . . .	155
Posiciones globales en los mercados de derivados OTC	
por tipo de instrumento de riesgo . . . . .	158

# 69° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual  
del Banco de Pagos Internacionales  
reunida en Basilea el 7 de junio de 1999*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 69° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se abrió el 1° de abril de 1998 y se cerró el 31 de marzo de 1999.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 303.618.800 francos oro, frente a los 259.160.599 francos oro del ejercicio anterior. En el apartado titulado “Beneficios netos y su distribución”, que se encuentra en la página 189 del presente informe, pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 1998–99.

El Consejo de Administración recomienda que, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos, la Asamblea General aplique la suma de 57.366.159 francos oro al pago de un dividendo de 320 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda asimismo la transferencia de 49.250.528 francos oro al fondo de reserva general, 3.000.000 francos oro al fondo especial de reserva para dividendos y el remanente —que asciende a 194.002.113 francos oro— al fondo de reserva libre.

Si estas propuestas fueran aprobadas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 1998–99 será pagadero a los accionistas el 1° de julio de 1999.

Basilea, 19 de mayo de 1999

ANDREW CROCKETT  
Director General



# I. Introducción: el lado más oscuro de los procesos de mercado

La sensación de aprensión que invadió el panorama económico y financiero durante el periodo examinado ha resultado injustificada. No cabe duda de que ocurrieron cosas negativas. La crisis asiática persistió, recordando tanto a los afectados directamente como a los que se habían mantenido al margen que las debilidades institucionales y de otro tipo pueden echar a perder las grandes virtudes de un sistema basado en el mercado. La extensión de la convulsión a Rusia sorprendió menos que la violenta repercusión que tuvieron posteriormente en los mercados financieros la devaluación del rublo y la moratoria de la deuda rusa. Los intentos de huir de los riesgos de crédito y de transferencia provocaron una vertiginosa caída de los precios de muchos activos financieros y la evaporación de la liquidez en numerosos mercados. En los grandes centros financieros, los bancos, los fondos de cobertura y otras instituciones financieras sufrieron enormes pérdidas, y una institución financiera, antes respetada por la perspicacia de sus estrategias, tuvo que ser rescatada de la quiebra.

Aun así, los acontecimientos no se han desarrollado de una manera tan negativa como algunos se temían. La crisis que sufrieron los mercados financieros en agosto y septiembre del año pasado se frenó gracias a la rápida respuesta de las autoridades. Además, la infraestructura subyacente ha continuado funcionando satisfactoriamente, incluso sometida a presiones excepcionales. El real brasileño se devaluó, pero ello no provocó la caída de otros regímenes de tipo de cambio ni en América Latina ni en Asia, sino todo lo contrario: en la primavera de 1999 se tenía la impresión general de que los mercados financieros de Asia se habían estabilizado y de que la profunda recesión que afectaba a numerosas economías asiáticas había tocado fondo. Incluso en Europa oriental, que podría haberse considerado vulnerable, la situación financiera se ha mantenido en calma, por lo general, y las perspectivas de crecimiento sólo han disminuido levemente.

Un importante factor que contribuyó a las buenas noticias a lo largo del año pasado fue la persistente solidez de la economía de Estados Unidos. Las subidas de las bolsas de valores registradas en el pasado y quizá incluso las previstas, en medio de abundantes oportunidades de empleo, impulsaron el gasto de consumo y contribuyeron considerablemente al séptimo año consecutivo de expansión económica. La inflación inesperadamente moderada desempeñó un importante papel, al permitir que los tipos de interés se mantuvieran en un nivel bajo. Tampoco hubo tensiones inflacionistas, por lo general, en Europa, donde la demanda agregada también se fortaleció gracias al gasto de consumo, lo cual constituye un elemento positivo, dado que el

crecimiento de las exportaciones ha sido débil y la confianza y la inversión empresariales continúan siendo vacilantes. Es muy posible que la entrada en vigor de una moneda única y la reducción de los tipos de interés en la mayoría de los países hayan contribuido a este resultado. Japón es el único país industrial importante que no ha avanzado.

El periodo examinado también se caracterizó, sin embargo, por la persistencia de algunas tendencias tanto en el sector real como en el sector financiero, que pueden ser preocupantes. Las diferencias de crecimiento económico entre los distintos grupos de países, así como dentro de ellos, fueron notables. También lo fueron los desequilibrios comerciales. Los precios reales de las materias primas nunca habían sido tan bajos desde hacía 40 años, y los precios de muchos bienes comerciables también descendieron. En el área financiera, el crecimiento del crédito fue de nuevo sorprendentemente elevado en la mayoría de los países industriales, aunque continuó siendo muy débil en las economías con sistemas bancarios frágiles. Los precios de las acciones siguieron alcanzando máximos históricos en muchos países industriales, y los precios de la propiedad inmobiliaria también comenzaron a subir. El dólar estadounidense se mantuvo firme, en general, a pesar del creciente peso del endeudamiento externo y de la creencia de que el euro, introducido el 1 de enero de 1999, podría convertirse en una moneda de reserva rival. Por último, la reestructuración financiera prosiguió a una escala cada vez mayor, bajo la influencia de los excesos del pasado y de la reciente liberalización.

Tendencias que parecen excepcionales, incluso desequilibradas, no tienen por qué considerarse insostenibles. Por ejemplo, las ventajas potenciales que brinda una nueva tecnología, especialmente en la producción de bienes y servicios financieros, pueden explicar razonablemente bien algunas de las tendencias para las que actualmente parece difícil encontrar una explicación. Sin embargo, un entorno caracterizado por la presencia de considerables desequilibrios macroeconómicos y una vasta reestructuración financiera no constituye un punto de partida favorable para los responsables de la política económica; dado que los tipos de interés son muy bajos y que los precios se mantienen casi estables en muchos países, el margen para bajar los tipos reales oficiales es actualmente reducido. Este entorno también implica una necesidad continua de adoptar medidas que refuercen el sistema financiero mundial, el cual, tras los acontecimientos del pasado otoño, parece la parte más vulnerable de nuestras economías de mercado.

La presente introducción al 69º informe anual del BPI es esencialmente retrospectiva. En cambio, en las conclusiones se examina más el futuro y se centra la atención en las implicaciones del análisis anterior para la política económica. Por último, el capítulo dedicado a las actividades del Banco presenta lo que ha venido haciendo el propio BPI para contribuir a la estabilidad tanto monetaria como financiera a escala mundial. Las actividades del Banco, basadas principalmente en los trabajos de los numerosos comités de responsables oficiales que se reúnen en Basilea, han crecido significativamente en los últimos tiempos, tanto como el creciente número de problemas identificados que deben resolverse.

## Desinflación mundial y dinámica de la crisis

El proceso de desinflación mundial que está en marcha desde hace casi dos décadas se aceleró el año pasado, por lo que los precios se han mantenido casi estables en muchos países y los índices de precios han descendido claramente en algunos otros. Dentro de los países industriales (véase el capítulo II), la inflación general cayó, en promedio, a alrededor del 1½%, el nivel más bajo desde los años 50. Por lo que se refiere a los mercados emergentes (véase el capítulo III), la mayoría de los países del sudeste asiático ha mostrado un grado excepcional de estabilidad de los precios, considerando la necesidad de absorber el efecto del brusco descenso de los tipos de cambio. En la República Popular China y Hong Kong RAE, la estabilidad de los tipos de cambio se ha mantenido y los precios internos han bajado. En América Latina, región con una inflación tradicionalmente muy alta, los precios también han descendido en algunos países, mientras que en Brasil el efecto inflacionista de la depreciación del real, a principios de 1999, ha sido sorprendentemente discreto.

Sería imprudente, sin embargo, extrapolar simplemente estas tendencias medias y extraer la conclusión de que la deflación mundial constituye actualmente la principal preocupación de las autoridades económicas (véase el capítulo IV). Durante el periodo examinado, ha existido un grado excepcionalmente alto de divergencia entre los resultados económicos de los países industriales avanzados y los de los mercados emergentes. También ha habido considerables diferencias entre los principales países industriales. De hecho, incluso dentro de muchos de éstos son sorprendentes las diferencias entre los resultados de las encuestas sobre el nivel de confianza de los consumidores (alto) y el de las empresas (bajo). La evolución de la economía mundial y de los precios de los bienes en el mercado mundial dependerá en gran medida de si los que van rezagados seguirán a los que se encuentran mejor colocados, o viceversa, en todas estas áreas.

En comparación con los países industriales considerados en su conjunto, la mayoría de las economías de mercado emergentes tuvo, en general, un año difícil. En una gran parte de Asia, con la notable excepción de China y la India, lo mejor que puede decirse es que lo peor parece haber pasado ya, si bien los débiles sistemas bancarios de toda la región continuarán frenando la expansión económica. En muchos de estos países, el repentino cambio de sentido de las entradas de capitales ha hecho necesaria una contracción radical de la actividad económica para reducir las importaciones. Hasta ahora, la enorme mejora de la balanza comercial asiática se debe casi enteramente a este factor. Aunque América Latina y otros mercados emergentes resultaron al principio relativamente poco afectados por la crisis rusa, las salidas posteriores de capitales llevaron a Brasil y a otros países al borde de la recesión o incluso los sumieron en ella. Oriente Medio y África, por su parte, han resultado especialmente afectados, en el primer caso por los bajos precios del petróleo, y en el segundo, por los bajos precios de otras materias primas.

Aunque los países industriales avanzados, considerados en su conjunto, han obtenido unos resultados relativamente buenos, no ha ocurrido así en

todos ellos. En un extremo se halla Japón, donde la producción ha disminuido vertiginosamente, no han aparecido signos inequívocos de estabilización y los descensos de los precios han sido generales. En el otro extremo se encuentran Estados Unidos y, en menor medida, los demás países de habla inglesa, en los que en 1998 y a principios de 1999 el crecimiento fue superior, en general, al previsto, mientras que los salarios y los precios se mantuvieron al mismo tiempo notablemente estables. Europa continental está en una posición intermedia, ya que el crecimiento primero fue firme y después moderado; no obstante, existen considerables diferencias entre las economías nacionales. El hecho de que estos mediocres resultados hayan ido acompañados de una preocupación por el incremento que han experimentado los costos salariales en Alemania, a pesar de que su nivel de desempleo aún es muy alto, pone de relieve lo diferentes que han sido los resultados económicos.

Dada la debilidad de las economías del sudeste asiático y de Japón y la poca solidez de una gran parte de las economías de Europa continental, no es sorprendente que los precios de las materias primas también hayan alcanzado unos mínimos sin precedentes. Tampoco debe sorprender que haya bajado asimismo, en general, el precio de los bienes comerciados, ya que en muchas industrias de todo el mundo había un considerable exceso de capacidad. Es el caso especialmente de Japón y de Asia en términos generales, pero también de Estados Unidos. Mientras que en este último país la tasa de desempleo no ha dejado de bajar, los niveles medidos de utilización de la capacidad en la industria manufacturera han descendido, en contra de lo que cabría esperar. En este clima de aumento de la competencia mundial, los beneficios también han comenzado a disminuir en algunos países y sectores de manera acusada. En otros, en Europa continental en particular, se han mantenido gracias a una conjunción de diversos elementos de distinta importancia: un crecimiento moderado de los salarios, un descenso de los precios de los factores, un aumento de la productividad y una reducción de los tipos de interés.

Merece la pena examinar los orígenes del aumento de la capacidad industrial mundial, ya que podría tener otras implicaciones para los precios a través de diversas vías. Una de las razones de la fortaleza de la inversión reside en los avances tecnológicos, que están reduciendo el costo de las nuevas inversiones en tecnología de la información. Otra es la creciente aceptación de los procesos de mercado en muchas economías emergentes y en transición, acompañada a menudo de una estrategia de desarrollo que abarca la inversión extranjera directa y el crecimiento impulsado por las exportaciones, así como la concesión de subvenciones a la formación interna de capital. Pero otra razón se halla en el hecho de que durante más de una década siempre ha habido al menos un importante centro financiero en el que el costo del capital se ha mantenido en un nivel artificialmente bajo. Es posible que el proceso comenzara en Japón a finales de los años 80, cuando la vertiginosa subida de la bolsa de valores provocó un considerable aumento de la formación interna del capital. A principios de los años 90, los tipos de interés eran excepcionalmente bajos en Estados Unidos, lo que provocó una bajada del dólar y una brusca expansión de la capacidad de producción en los países

asiáticos cuyas monedas estaban vinculadas al dólar. Por otro lado, aunque una gran parte de esta expansión estuvo ligada de alguna forma a empresas japonesas, no produjo claramente una reducción equivalente de la capacidad de producción interna en Japón. Y en los últimos años, los tipos oficiales japoneses también han descendido a unos niveles muy bajos, mientras que los mercados de valores de otros países han alcanzado máximos históricos, acompañados de una oleada de ofertas públicas, así como de fusiones y adquisiciones.

Este proceso ha ido acompañado de una aceleración de la tasa de expansión del crédito y de una tendencia relacionada con ésta a suavizar las condiciones exigidas para obtener créditos y aumentar la asunción de riesgos en general. Esta tendencia ha sido más pronunciada en Japón y en otras partes de Asia, donde ya son claramente evidentes los efectos negativos en los propios bancos. Pero esa conducta también ha caracterizado las actividades de las instituciones financieras de otros países industriales, impulsada por la creciente competencia y la liberalización que está en marcha. Las abundantes entradas de capitales registradas en Asia a principios de los años 90, consistentes principalmente en préstamos procedentes de bancos europeos y japoneses con márgenes cada vez más pequeños, constituyen un buen ejemplo. Otro es la verdadera explosión de la emisión de bonos de alto riesgo en Estados Unidos y los niveles sin precedentes tanto de endeudamiento de los consumidores como de insolvencia de particulares.

El comportamiento permisivo o imprudente de los prestamistas entraña numerosos riesgos. En primer lugar, el crédito se utiliza cada vez más para hacer que el precio de los activos financieros suba hasta niveles poco realistas, incluso cuando el aumento de la capacidad productiva presiona a la baja sobre las tasas de rendimiento de los activos reales subyacentes. En segundo lugar, las actitudes acomodaticias de los prestamistas también pueden cambiar bruscamente de sentido. México y Asia experimentaron enormes entradas de capitales seguidas de salidas aún mayores. Al encontrarse Asia en dificultades, se aceleró la entrada de capitales en América Latina y Rusia, sólo para cambiar totalmente de sentido tras la moratoria rusa. Como consecuencia de esta última medida, casi todos los mercados emergentes han visto negado el acceso a la mayoría de las clases de crédito internacional casi de la noche a la mañana, al tiempo que las empresas prestatarias de peor calificación también han sufrido los mismos problemas (véase el capítulo VII).

Los acontecimientos desencadenados por la moratoria rusa también han puesto de manifiesto un tercer riesgo potencial ligado a una rápida expansión del crédito, a saber: los efectos que produce en mercados financieros sumamente apalancados. La moratoria rusa fue un acontecimiento catalizador, que cambió las reglas del juego de todos los que confiaban en algún tipo de operación de rescate. Los márgenes crediticios aumentaron bruscamente y la liquidez se evaporó en muchos mercados secundarios, reforzando las tendencias de los tipos de interés. Por otra parte, se puso cada vez más en duda la solvencia de empresas que se sabía habían especulado mucho con la reducción de esos márgenes. Las demandas de cobertura suplementaria llegaron rápidamente, provocando la liquidación de todo lo que parecía

vendible en esas circunstancias y transmitiendo la convulsión a los mercados de bonos de primera calidad. Las estimaciones de los riesgos de mercado basadas en la volatilidad histórica sobrepasaron los niveles deseados, provocando un intento general de reducir la exposición a estos riesgos, lo cual no hizo más que empeorar la tormenta financiera (véase el capítulo V). Esas tendencias se vieron reforzadas cuando numerosos inversionistas reconocieron que sus procedimientos de gestión del riesgo habían fracasado en realidad, y buscaron seguridad y liquidez como alternativa. Antes de que se calmara finalmente la situación, los precios de muchos mercados mostraban en un mismo día unas variaciones mucho mayores de lo normal. En octubre, el tipo entre el yen y el dólar subió casi un 7% en un sólo día, al verse obligados los prestatarios muy endeudados a liquidar sus posiciones (véase el capítulo VI).

En esas circunstancias, cabría haber esperado que, a principios de 1999, la incapacidad de Brasil de mantener la fijación del real al dólar hubiera iniciado una nueva fase de tormentas monetarias y de convulsiones en los mercados. En realidad, en el momento de entrar en imprenta este informe, parecía que las repercusiones estaban perfectamente contenidas, tal vez porque la devaluación se previó ampliamente y ya se había producido en gran parte el proceso de liquidación de posiciones. De hecho, el capital estaba comenzando a volver a muchos mercados emergentes, aunque las diferentes clases de acreedores estaban siendo objeto de una mayor discriminación. Los precios de las acciones se recuperaron, alcanzando unos niveles casi históricos en muchos países industriales tras las reducciones de los tipos de interés del pasado otoño, lo que estimuló aún más la confianza y el gasto; las cotizaciones de las acciones comenzaron a recuperarse también en el sudeste asiático. La persistente solidez de la economía de Estados Unidos y del valor efectivo del dólar también ha tenido ventajas; ambos elementos han contribuido a reforzar la demanda de exportaciones en los países con una demanda interna relativamente débil. En Japón, los inversionistas han comenzado a mostrarse menos escépticos sobre la eficacia de los planes del gobierno para reestructurar y recapitalizar el sistema bancario, y los precios de las acciones han subido significativamente. Naturalmente, queda por ver si este nuevo optimismo pone fin definitivamente a la crisis o se trata sólo de un paréntesis.

## Gestión y prevención de la crisis

En estas circunstancias, no es sorprendente que los tipos oficiales hayan tendido a descender en casi todos los países. En Estados Unidos y el Reino Unido, se han bajado en respuesta a la preocupación por la estabilidad financiera internacional y la disminución prevista del gasto. En Europa continental, los tipos a corto plazo han convergido sin incidentes en unos niveles bajos, a medida que se han intensificado las presiones desinflationistas y que ha aumentado la confianza de los mercados en la introducción del euro; el Banco Central Europeo bajó los tipos en abril de 1999. En Japón, se tomó la medida sin precedentes de bajar a cero los tipos a un día, y el Banco de Japón aumentó bruscamente sus compras de títulos del sector privado. Los responsables de la política económica de las diferentes economías de mercado

emergentes respondieron, en general, a sus crisis de manera parecida, a menudo bajo la influencia de los programas del FMI. Aunque al principio tuvieron que subir los tipos para restablecer la confianza en los mercados financieros, los bajaron de nuevo una vez logrado este objetivo. De hecho, en muchos países asiáticos son inferiores actualmente a los niveles en los que se encontraban antes de la crisis, y han comenzado a descender, además, en América Latina.

También se han empleado otros instrumentos, algunos convencionales y otros no tanto, para ayudar a gestionar la crisis. La austeridad fiscal ha sido una respuesta convencional común, si bien en Brasil no se han tomado las medidas suficientes para reducir el creciente déficit presupuestario y no se ha podido mantener el sistema de tipos de cambio. Antes de eso, Brasil reaccionó a la pérdida de confianza emitiendo un volumen mayor de deuda a más corto plazo y de deuda interna indiciada con respecto al dólar (similar a los tesobonos mexicanos), pero esta estrategia acabó resultando costosa cuando se produjo, pese a todo, la devaluación. En muchos países asiáticos, la política fiscal se endureció primero, al igual que ocurrió con los tipos de interés, pero más tarde se suavizó, a pesar de la preocupación por el aumento del cociente entre la deuda y el PIB relacionado con la necesidad de reestructurar el sistema bancario. En China, el gasto público en infraestructura ha aumentado considerablemente para mantener la demanda interna.

Entre las respuestas menos convencionales se encuentra la emisión por el gobierno japonés de cupones para estimular el gasto de los hogares, así como de garantías crediticias en favor de las pequeñas y medianas empresas, o la compra directa de acciones por parte de las autoridades monetarias de Hong Kong, que sostenían que era necesario repeler a los especuladores que trataban de desestabilizar los mercados financieros locales. Otra medida no convencional es la imposición de controles sobre las salidas de capitales por parte de Malasia en septiembre del año pasado y la advertencia de Argentina de que estaba dispuesta a sustituir el peso por el dólar antes que ver su moneda devaluada. Por último, el conjunto de medidas del FMI destinadas a Brasil fue excepcional, en el sentido de que se complementó con una ayuda financiera bilateral de 14.500 millones de dólares acordada antes de la crisis. Esta segunda línea de defensa fue puesta en marcha por los bancos centrales de 19 países y organizada principalmente a través del BPI.

Dados los costos y las dificultades de la gestión de las crisis, no es sorprendente que su prevención en el futuro fuera objeto de especial atención el año pasado. Uno de los foros de trabajo fue el Grupo de Willard, comité informal de altos responsables de los países industriales y de los mercados emergentes. Sus tres grupos de trabajo formularon una serie de recomendaciones concretas para mejorar la transparencia y la responsabilidad tanto del sector público como del sector privado, encontrar formas de reforzar los sistemas financieros nacionales e involucrar más al sector privado en la gestión y la resolución de las crisis. Estos esfuerzos complementaron los trabajos realizados en foros más oficiales, como el de los suplentes del Grupo de los Diez y los diversos comités de expertos nacionales del BPI (véase el capítulo dedicado a las actividades del Banco).

Las discusiones del año pasado fueron alentadoras, en el sentido de que se buscó y se consiguió cada vez más la participación de los agentes de las economías de mercado emergentes a los que era probable que los resultados afectaran directamente. Esta es la única forma de dar autoridad moral a las decisiones colectivas, en ausencia de una verdadera legislación internacional. Un segundo aspecto alentador de los recientes acontecimientos es que las recomendaciones formuladas suelen ser prácticas y realistas, y se basan en reformas graduales más que en grandes soluciones. Dado el celo con que las naciones protegen su soberanía, es improbable que se lleven a efecto en un futuro previsible las propuestas para establecer un banco central mundial, un prestamista internacional de último recurso, un superregulador mundial o un tribunal internacional de quiebras. Una importante implicación de este enfoque práctico consiste en que los trabajos necesarios para llevar a cabo una amplia variedad de reformas pequeñas, pero razonables, requerirán grandes esfuerzos, cuestión abordada en las conclusiones de este informe anual.

Aunque probablemente quede mucho por hacer para aumentar la resistencia del mundo financiero a las crisis, al menos se ha comenzado a tomar medidas. La transparencia es un área en la que ya se han realizado considerables progresos. Aunque las estadísticas del BPI que ya existían antes daban una idea razonablemente precisa y puntual del nivel de endeudamiento de los países asiáticos, podían mejorarse y ya se han mejorado. En ese mismo orden de cosas, el acuerdo sobre los criterios para la publicación de datos sobre las reservas nacionales de divisas, incluidas las operaciones fuera de balance, ha supuesto una mejora muy bien recibida, en comparación con la información parcial que se suministraba antes. Por último, debe señalarse que actualmente están en marcha algunas iniciativas oficiales para conocer mejor las actividades de las instituciones financieras muy apalancadas y saber quiénes las financian. Un grupo de trabajo creado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado en enero de este año dos informes sobre la implicación de los bancos. Los recientes acontecimientos de Asia y los que han rodeado a la crisis rusa han suministrado algunas pruebas alarmantes de lo complejas que pueden ser las relaciones entre los mercados y las instituciones financieras, así como de la rapidez con que un tipo de riesgo puede convertirse en otro, dados unos elevados niveles de apalancamiento.

Por lo que se refiere al reforzamiento de los sistemas financieros nacionales, tal vez la iniciativa más importante de los últimos años haya sido el acuerdo sobre la elaboración de una serie de Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz. La idea de acordar unos criterios internacionales sobre prácticas ejemplares ya ha sido emulada por muchos, en particular por los responsables de regular los mercados de títulos y los supervisores de las compañías de seguros. El año pasado, se emprendieron algunas iniciativas similares en el área de los pagos y liquidaciones, la transparencia en la gestión de la política monetaria y financiera y la gestión de las empresas. La actualización del Acuerdo de Basilea sobre recursos propios de 1988 será otra útil guía para la comunidad bancaria internacional. Las revisiones planeadas constituirán un paso más en el intento de basarse en la disciplina del mercado para complementar la supervisión tradicional y de

utilizar más modelos internos de riesgo para calcular las exigencias de fondos propios.

Dada la magnitud de los movimientos de capital privado, el sector privado tendrá inevitablemente que participar más y de una manera más directa en la gestión y la resolución de las crisis. Muchas de las recomendaciones que realizaron los representantes del Grupo de los Diez tras la crisis mexicana de 1995 se han repetido posteriormente, pero no se han seguido hasta la fecha. No obstante, hay algunos acontecimientos recientes significativos en este sentido. Los intentos de conseguir la renovación concertada, pero voluntaria, de las líneas de crédito de los bancos comerciales han sido una característica fundamental de la gestión de las crisis de Corea y Brasil. La insistencia del Club de París en que se incluyeran los bonos internacionales junto con los préstamos bancarios en la reestructuración de la deuda de Pakistán también ha sentado un importante precedente. Por último, como los acreedores sufrieron en 1998 mayores pérdidas que nunca desde la crisis de la deuda de los años 80, se han concienciado mucho más de los riesgos a los que se exponen. Por muy positivos que sean estos acontecimientos, en el sentido de que reducirán en el futuro las entradas excesivas de capitales en los mercados emergentes, es posible que hayan aumentado al mismo tiempo la tendencia del capital privado que ya está en esos mercados a retirarse de manera preventiva. Es evidente que será importante actuar con prudencia en esta área, dadas las dificultades que aún tienen muchos prestatarios de las economías de mercado emergentes para acceder a los mercados mundiales de capitales.

## II. Evolución de la situación en los países industriales avanzados

### Aspectos más destacados

El crecimiento anual se aceleró en 1998 en la mayoría de los países industriales avanzados, a pesar de la influencia cada vez más negativa de la extensión de la crisis económica y financiera de las economías de mercado emergentes de Asia y otras regiones. Sin embargo, hubo grandes diferencias entre los países en lo que se refiere a la capacidad de la demanda interna para contrarrestar el efecto negativo de las exportaciones netas. Contrariamente a las numerosas predicciones de que se desaceleraría la actividad económica, el PIB de Estados Unidos creció al mismo ritmo que en 1997 e incluso se aceleró a finales de año. En cambio, el crecimiento perdió mucha velocidad en la zona del euro durante 1998, y en Japón la recesión se agravó aún más, a pesar de la política fiscal y monetaria expansiva.

En un contexto caracterizado por la adopción de medidas acomodaticias, una baja inflación, favorables condiciones crediticias, mercados bursátiles en alza y un crecimiento relativamente elevado del empleo, el gasto de los hogares constituyó el principal motor de expansión de la demanda interna en los países que mejor resistieron a las perturbaciones externas el año pasado. De hecho, las tasas de ahorro de los hogares han descendido en algunos casos a mínimos históricos. La favorable situación de los mercados financieros y el notable aumento de la participación de los beneficios y de las tasas de rendimiento también han estimulado la inversión empresarial fija en estos países. El continuo descenso del precio relativo de los bienes de capital y las crecientes presiones internacionales para que se reduzcan los costos y mejore la eficiencia, han representado un impulso adicional, sobre todo a la inversión en equipo. En cambio, en los países en los que el crecimiento de la producción perdió velocidad durante 1998, el gasto de los hogares ha sido débil, en general, y las empresas han tendido a invertir los beneficios en activos financieros y no en activos reales.

Dado que el crecimiento de la producción efectiva fue superior al de la potencial en la mayoría de los países, las tasas de desempleo disminuyeron en general durante 1998. No obstante, la inflación continuó descendiendo, debido a la moderación de los salarios nominales, el descenso de los precios de las materias primas y el exceso de capacidad en los mercados mundiales de bienes. En Japón, la gran brecha de producción, que sigue creciendo, ha llevado a temer un descenso general de los precios. Sin embargo, hasta ahora apenas hay indicios de que se haya desencadenado una espiral deflacionista, ya que tanto la tasa de desinflación como las expectativas sobre la inflación se han mantenido estables en Japón.

El año pasado también experimentaron grandes cambios la balanza comercial y la balanza por cuenta corriente. A pesar de que disminuyeron las exportaciones japonesas a otros países asiáticos, el superávit por cuenta corriente de Japón aumentó considerablemente. En cambio, en Estados Unidos el elevado crecimiento de la demanda interna y la apreciación del dólar han hecho que este país haya absorbido la mitad del aumento de los superávit por cuenta corriente de Asia desde 1996. La balanza por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo también ha empeorado considerablemente, debido a la disminución de los ingresos generados por el petróleo, mientras que el superávit conjunto de los países de la zona del euro se ha mantenido estable.

### Ajustes y respuestas de las autoridades a las perturbaciones externas

La recesión existente en las economías de los mercados emergentes ...

En el transcurso de 1998, la recesión y la tormenta financiera que sufrieron las economías de mercado emergentes afectaron cada vez más a los países industriales avanzados. Sin embargo, la magnitud de los efectos y sus vías de transmisión fueron muy distintas en los diferentes países y sectores, dependiendo de la naturaleza de las relaciones con las economías afectadas, de la fase del ciclo económico nacional, de las variaciones de los tipos de cambio y, sobre todo, de la respuesta de las autoridades económicas.

... se transmitió por varias vías

En conjunto, la relación de intercambio de los países industriales avanzados mejoró el año pasado, pero las exportaciones netas disminuyeron, ya que el crecimiento de las exportaciones reales se desaceleró y el volumen de importaciones siguió siendo alto debido al descenso de los precios de importación. Por otra parte, incluso en los casos en los que las variaciones de las exportaciones netas y la relación de intercambio fueron neutrales con respecto a la renta global y al nivel de actividad económica, hubo grandes cambios intersectoriales que complicaron las decisiones de las autoridades económicas. En particular, los precios de los sectores expuestos a la competencia mundial sufrieron presiones a la baja, y la demanda disminuyó en estos sectores. En cambio, el descenso de los precios de importación benefició a los hogares y a las empresas que venden en los mercados internos, generalmente menos competitivos. Estas divergencias también se reflejaron en los indicadores sobre el nivel de confianza: éste aumentó en el caso de los consumidores en casi todos los países y disminuyó en el de las empresas. Esta tendencia fue especialmente visible durante el segundo semestre de 1998, periodo en el que más se debilitó la demanda de exportaciones y más aumentó la competencia procedente de las importaciones de bajo costo.

En estas circunstancias, el crecimiento del PIB de los distintos países dependió en gran medida de la capacidad de la demanda interna para compensar los efectos negativos de las exportaciones netas. En conjunto, el cambio de sentido de los movimientos financieros mundiales en favor de los países industriales avanzados, las políticas —monetaria y fiscal— acomodaticias o neutrales y la situación financiera favorable en general, contribuyeron a elevar el crecimiento de la demanda. Sin embargo, dados los cambios intersectoriales

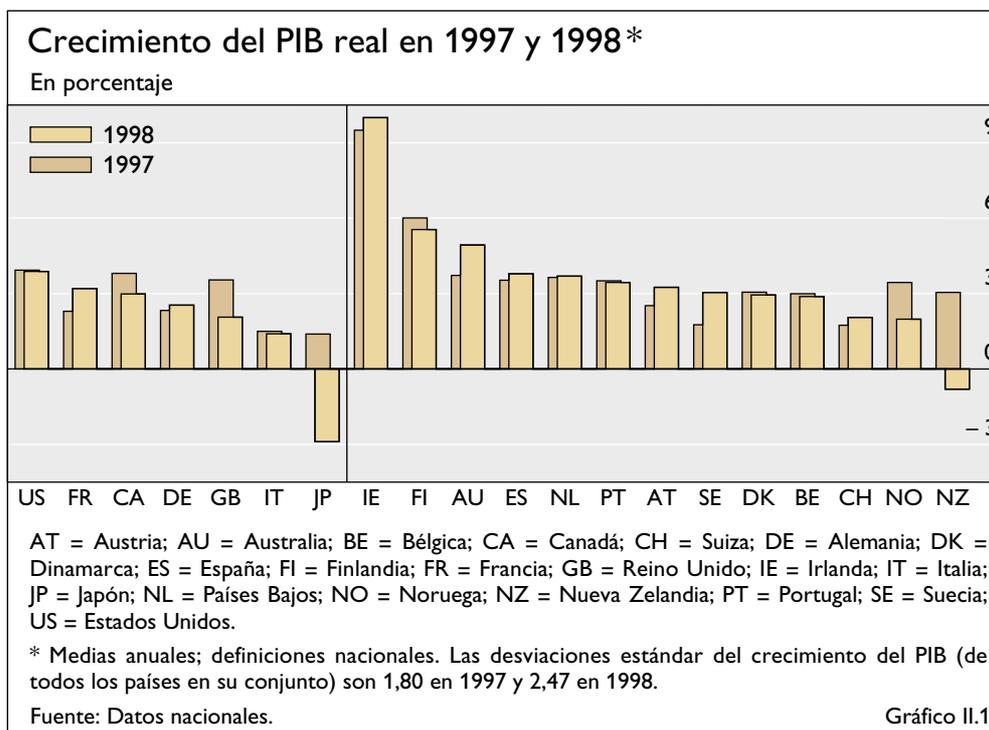
Contribuciones al crecimiento del PIB en algunos países									
	1997	1998	1998 4T	1997	1998	1998 4T	1997	1998	1998 4T
Variaciones porcentuales anuales									
	Estados Unidos			Japón			Zona del euro		
Demanda interna	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Consumo	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Exportaciones netas	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
PIB	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Canadá			Australia			Nueva Zelandia		
Demanda interna	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Consumo	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Exportaciones netas	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
PIB	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8
Fuentes: Banco Central Europeo; datos nacionales.							Cuadro II.1		

antes mencionados, la respuesta positiva de los hogares a estas tendencias fue un factor fundamental en la aceleración del crecimiento de la demanda. Este hecho fue evidente en *Estados Unidos*, donde el gasto de los hogares fue especialmente alto, impulsado por el sólido aumento del empleo y de los salarios, los bajos tipos de interés y los considerables incrementos netos de la riqueza de los hogares relacionados con las significativas subidas de los precios de las acciones estadounidenses. De hecho, el gasto de los hogares, incluida la inversión en vivienda, aumentó más de un 5% y, por segundo año consecutivo, el PIB creció casi un 4% (cuadro II.1).

Por lo que se refiere a los demás países de habla inglesa mostrados en el cuadro, éstos se vieron afectados por las variaciones negativas de los precios relativos y por perturbaciones del comercio, ya que las materias primas representan una elevada proporción de sus exportaciones. Sin embargo, la situación evolucionó de forma muy diferente en los tres países, debido a las distintas respuestas de las autoridades económicas. *Australia* fue el país más dispuesto a dejar que la depreciación del tipo de cambio amortiguara los efectos del empeoramiento de la relación de intercambio, y también bajó los tipos de interés. Como consecuencia de ello, el crecimiento de la demanda interna contrarrestó con creces los efectos negativos de las exportaciones netas, y el crecimiento del PIB aumentó a casi un 5%. *Canadá* también dejó que el tipo de cambio amortiguara los efectos del empeoramiento de la relación de intercambio. Sin embargo, cuando la depreciación fue más allá del descenso de los precios relativos de exportación y pareció que afectaba a la confianza, se endureció la política monetaria, lo que frenó tanto la demanda interna como el crecimiento del PIB. *Nueva Zelandia*, preocupada por los efectos potencialmente inflacionistas de la depreciación de su moneda, consecuencia a su vez de la evolución de la relación de intercambio, intentó primero mantener constantes las condiciones monetarias, subiendo los tipos de interés. El PIB disminuyó, en parte como consecuencia de ello, y sólo comenzó a

Importante papel del gasto de los hogares ...

... y de las respuestas de las autoridades económicas



recuperarse cuando se suavizó la política monetaria en respuesta a la disminución de la inflación y el aumento de la brecha de producción.

Divergencias en el seno de la zona del euro ...

En la *zona del euro*, los efectos negativos de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones se intensificaron a lo largo del año, ya que la desaceleración del crecimiento en varios países de Europa oriental agravó los efectos de la disminución de la demanda asiática de importaciones. No obstante, el gasto de los hogares se recuperó, gracias a las favorables condiciones financieras y a la leve suavización de la política fiscal de algunos países, y el crecimiento interanual medio del PIB aumentó a un 3%. Sin embargo, hubo grandes diferencias entre los países (gráfico II.1). En *Alemania*, en un contexto de menor demanda de exportaciones, debilidad de la inversión en equipo (en parte como consecuencia de ello) y gasto de los hogares relativamente flojo, el crecimiento de la producción era negativo a finales de 1998. En *Italia*, el crecimiento de la producción también perdió velocidad, ya que las exportaciones disminuyeron y la reducción de los tipos de interés no estimuló la demanda interna, debido en parte a que esta medida tiende a reducir la renta de los hogares. En *Francia* y *España*, por el contrario, la pujanza del sector de los hogares y el elevado aumento del empleo mantuvieron el crecimiento de la producción cerca de su nivel potencial. La situación fue aún más boyante en otros países de la zona del euro; en *Irlanda* y los *Países Bajos* comenzaron a aparecer desequilibrios y presiones inflacionistas.

... y disminución del crecimiento en otros países europeos

En otros países europeos, la mayoría de los cuales se encontraban en una fase del ciclo económico más avanzada en relación con la zona del euro, el crecimiento medio disminuyó en 1998. La mayor desaceleración se produjo en el *Reino Unido* y *Noruega*, donde la elevada vulnerabilidad a las perturbaciones del comercio y de los precios extranjeros, unida al endurecimiento de la política monetaria, afectó gradualmente a la demanda interna y al crecimiento

de la producción. En *Dinamarca*, el crecimiento también se desaceleró el año pasado, mientras que en *Suiza* y *Suecia* el gasto de los hogares y la formación de capital fueron suficientemente elevados para contrarrestar el descenso de la demanda de exportaciones.

En *Japón*, la situación evolucionó de una forma totalmente diferente. Al estar más expuesto su comercio exterior que el de Estados Unidos y Europa, Japón fue uno de los primeros países que sintió la repercusión negativa de la crisis de las economías asiáticas emergentes. Por otra parte, la recesión, que había comenzado a principios de 1997, se agravó debido a que la demanda privada sólo respondió levemente a la política fiscal y monetaria expansiva. En realidad, aunque las exportaciones a las economías asiáticas emergentes disminuyeron casi un 20%, la contribución de las exportaciones netas al PIB fue positiva, ya que la contracción de la demanda interna redujo las importaciones más de lo que disminuyeron las exportaciones.

Empeoramiento de la recesión en Japón

### Comercio exterior y balanza por cuenta corriente

La crisis de las economías asiáticas y de otras economías de mercado emergentes también afectó considerablemente el año pasado al comercio mundial y a las balanzas de pagos. Como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial, el crecimiento del comercio mundial disminuyó al 3½% solamente, la tasa más baja desde 1991 (cuadro II.2). Por otra parte, como consecuencia del debilitamiento de la demanda y del creciente exceso de capacidad, los precios de los bienes en el mercado mundial (expresados en DEG) bajaron alrededor de un 3%, especialmente los de las materias primas. Éstos, expresados en relación con los precios de los productos de los países industriales, son muy inferiores a los niveles a principios de los años 60.

Disminución del comercio mundial y descenso de los precios

Comercio exterior y precios de los bienes en el mercado mundial				
	1990-95	1996	1997	1998
	Variaciones porcentuales anuales			
Producción mundial	2,9	4,3	4,2	2,5
Comercio exterior (en volumen)	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Cociente: comercio/producción</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Exportaciones netas de bienes				
Economías avanzadas	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Economías emergentes	0,7	0,7	3,3	4,6
Precios de los bienes en el mercado mundial (en DEG)				
Bienes manufacturados	-0,4	3,2	-1,3	- 2,9
Petróleo	0,5	1,3	-2,8	- 0,1
Otras materias primas	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Relación de intercambio				
Economías avanzadas	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Economías emergentes	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Economías emergentes	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Cuadro II.2

Cambios de las balanzas por cuenta corriente <sup>1</sup>			
	1978–80		1996–98
Exportadores de petróleo	99	Economías emergentes de Asia	136
Países industriales avanzados	-75	Japón	54
Estados Unidos	17	Otros países industriales avanzados	-133
Japón	-29	Estados Unidos	-99
Zona del euro	-66	Zona del euro	1
Alemania	-22	Alemania	2
Francia	-11	Francia	19
Italia	-16	Italia	-15
España	-8	España	-2
Reino Unido	5	Reino Unido	3
Otros países <sup>2</sup>	4	Otros países <sup>2</sup>	-31
Economías emergentes (excl. las exportadoras de petróleo)	-33	Países exportadores de petróleo	-66
Economías emergentes de Asia	-11	Economías emergentes (excl. las exportadoras de petróleo <sup>3</sup> )	-27
África	-1	África	-3
América Latina	-14	América Latina	-27

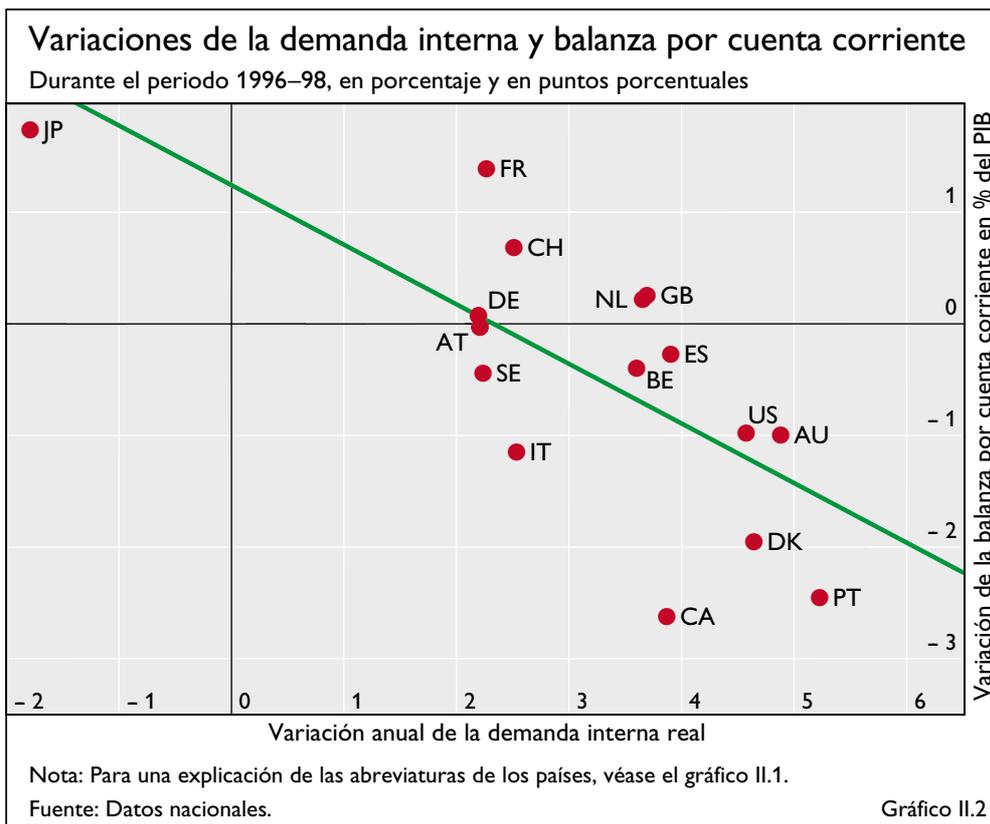
<sup>1</sup> En miles de millones de dólares de EE.UU. <sup>2</sup> Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelandia.  
<sup>3</sup> Excluida Asia.  
Fuentes: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, *Perspectivas de la economía mundial*; datos nacionales.  
Cuadro II.3

Las mejoras de la cuenta corriente de Asia ...

La recesión tanto de algunas economías asiáticas emergentes como de Japón también ha provocado grandes cambios en las balanzas por cuenta corriente. Desde 1996, los superávits conjuntos de las economías asiáticas emergentes y de Japón han aumentado cerca de 200.000 millones de dólares, es decir, alrededor del doble de lo que aumentaron los superávits de los países exportadores de petróleo durante la subida de los precios del petróleo de 1978–80 (cuadro II.3). En comparación con lo ocurrido en el episodio anterior, los países industriales avanzados (excluido Japón) absorbieron, en términos generales, la misma proporción del aumento de los superávits mundiales y América Latina algo más. Sin embargo, como los ingresos generados por el petróleo han disminuido en los dos últimos años, el aumento de los déficits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo ha contrarrestado alrededor de un tercio del aumento de los superávits asiáticos.

... son absorbidas principalmente por Estados Unidos ...

Por otra parte, estos déficits se han repartido entre los países industriales de una manera muy distinta en comparación con el periodo 1978–80. En general, los cambios de las balanzas por cuenta corriente registrados desde 1996 han sido impulsados por las diferencias de crecimiento de la demanda interna (gráfico II.2) y por las variaciones de los tipos de cambio. En Estados Unidos, el elevado crecimiento de la demanda interna y el fortalecimiento del dólar explican la absorción por este país de alrededor de la mitad del aumento global de los superávits asiáticos, en contraste con el periodo anterior (1978–80), en el cual el debilitamiento del dólar y el crecimiento relativamente lento de la demanda interna reforzaron la cuenta corriente de Estados Unidos.



El rápido crecimiento de la demanda, unido a la evolución negativa de los precios relativos, también ha contribuido considerablemente al empeoramiento observado en Canadá, Australia y Noruega, países en los que las exportaciones de materias primas representan una parte considerable de las exportaciones totales. En cambio, el aumento del superávit por cuenta corriente de Japón puede atribuirse principalmente a la contracción de la demanda interna y a la depreciación del yen. El superávit agregado por cuenta corriente de los países de la zona del euro apenas ha variado desde 1996, ya que las mejoras registradas en Francia y Alemania, debidas en gran medida al reforzamiento de su posición competitiva, han contrarrestado con creces el empeoramiento registrado en otros países, sobre todo en Italia.

Dadas las grandes fluctuaciones de los precios relativos de los bienes en el mercado mundial y las diferencias entre las posiciones cíclicas, las variaciones de las balanzas por cuenta corriente sólo dan una idea parcial de las repercusiones de la recesión asiática y de la desaceleración del crecimiento del comercio mundial en los diferentes países y en los diferentes sectores de un mismo país. Por ejemplo, en Estados Unidos la brusca desaceleración del crecimiento de las exportaciones, sobre todo a Asia, unida al continuo y elevado crecimiento de las importaciones, ha provocado una disminución de las exportaciones netas equivalente al 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIB en los dos últimos años. Sin embargo, las mejoras de la relación de intercambio han limitado el empeoramiento de la cuenta corriente a alrededor de un 1% del PIB nominal. Asimismo, en el Reino Unido, los efectos negativos de las exportaciones netas han sido muy superiores al empeoramiento de la balanza por cuenta

... y por los países exportadores de materias primas

Evolución de las exportaciones netas y de la relación de intercambio

corriente, debido al fortalecimiento de la libra, que ha contribuido a mejorar la relación de intercambio a pesar del descenso de los precios del petróleo, y a una mejora temporal de la balanza de servicios. En cambio, en Canadá, Nueva Zelandia y Noruega la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado considerablemente, debido a que el empeoramiento de la relación de intercambio ha agravado el efecto negativo de las exportaciones netas. En la mayor parte de la zona del euro, el crecimiento de las exportaciones netas perdió velocidad en el transcurso de 1998, pero la mejora de la relación de intercambio atenuó su repercusión en la cuenta corriente, a pesar de la depreciación de las monedas europeas frente al dólar de Estados Unidos. En Japón, en cambio, la contribución del crecimiento de las exportaciones netas fue superior a la mejora de la cuenta corriente debido a un empeoramiento de la relación de intercambio.

### Política fiscal

Considerable estímulo fiscal en Japón

El hecho más notable el año pasado en política fiscal fue la suspensión de la Ley de reforma estructural fiscal en Japón y la adopción posterior (en abril y noviembre) de medidas relacionadas con los impuestos, el gasto y el crédito para impulsar la demanda interna. Las autoridades pusieron en marcha, además, un abundante programa destinado a recapitalizar los bancos, suavizar las restricciones crediticias y sanear el sector financiero. Aunque el conjunto de medidas de recapitalización sólo se aplicará este año, los efectos de las medidas de gasto y de crédito ya estaban dejándose sentir a finales de 1998. La inversión pública ha impedido que la producción disminuyera aún más,

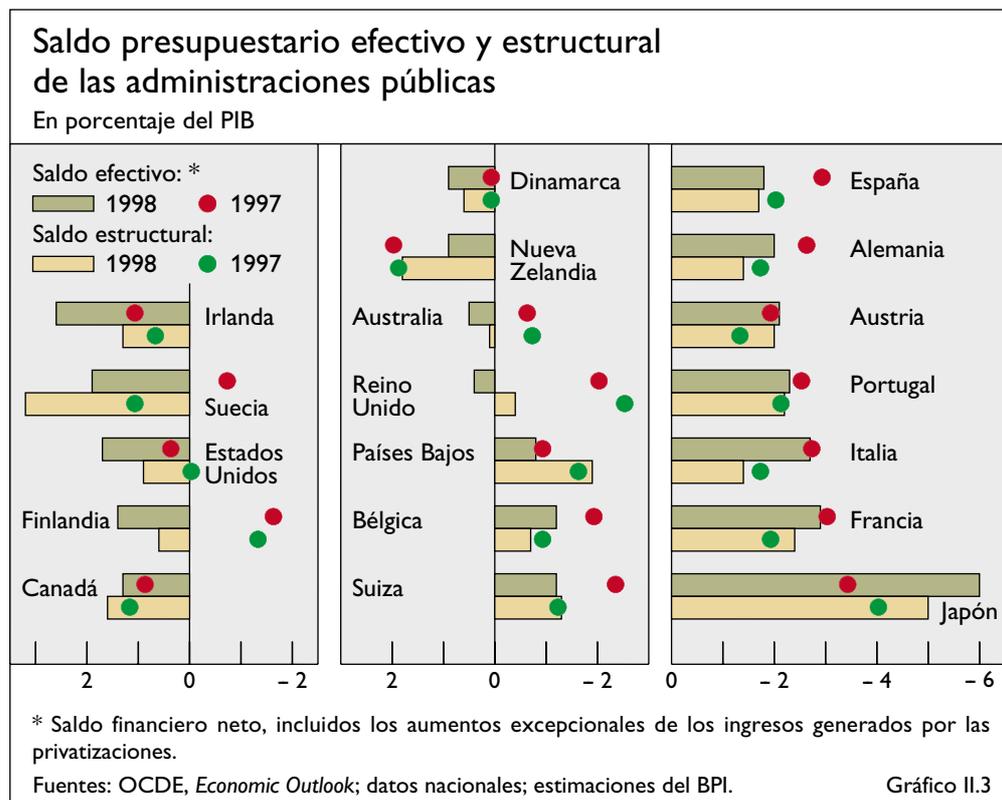
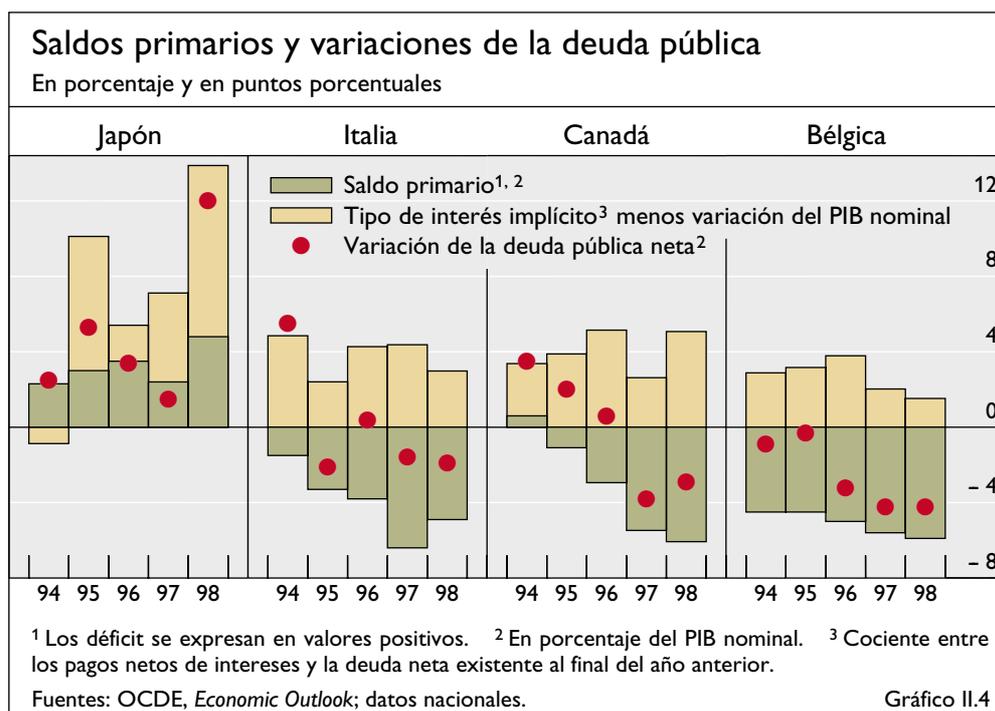


Gráfico II.3

y la concesión de garantías crediticias oficiales ha contribuido a suavizar las restricciones crediticias a las que estaban sometidas las pequeñas y medianas empresas, así como a frenar el aumento de las quiebras. Sin embargo, el rápido empeoramiento de la situación financiera de las administraciones locales y su incapacidad para financiar su parte del programa de inversión pública han impedido que el gasto de la administración central surtiera todo su efecto. Por otra parte, no parece que los estímulos hayan reavivado la economía privada, por lo que en 1998 el agravamiento de la recesión, unido a las medidas discrecionales, elevó el déficit de las administraciones públicas a un 6% del PIB (gráfico II.3).

En cambio, tanto las medidas discrecionales como los efectos cíclicos han contribuido a mejorar el saldo presupuestario en los países que se encontraban en una fase más avanzada del ciclo económico. Estados Unidos registraron un superávit equivalente a un 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIB el año pasado, que se compara con un déficit del 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en 1992. En el Reino Unido, Canadá, Australia, Finlandia, Suecia e Irlanda también se registraron grandes mejoras; el superávit estructural de Canadá, en relación con su PIB, es actualmente el mayor del Grupo de los Siete. Muchos otros países adoptaron el año pasado una política más neutral o incluso algo más expansiva, una vez que alcanzaron su objetivo de ajuste presupuestario a corto plazo. En algunos casos, sólo se empleó una parte de los ingresos netos adicionales generados por la mejora cíclica para reforzar el saldo presupuestario estructural. Otros países suavizaron aún más su política fiscal. Por ejemplo, Nueva Zelanda registró un superávit menor que en 1997, ya que el efecto de los estabilizadores automáticos reforzó un pequeño incremento del gasto discrecional. En Francia, los Países Bajos y Austria, los estímulos fueron algo mayores y los déficit estructurales aumentaron a pesar de acelerarse el crecimiento.

Superávit  
presupuestarios en  
varios países ...



... y menores  
cocientes entre la  
deuda y el PIB ...

Muchos países también han hecho progresos en la reducción del cociente entre la deuda pública y el PIB. Salvo en Japón, el saldo presupuestario primario ha mostrado un superávit durante los dos últimos años, y los pagos de intereses netos de la deuda han disminuido. Sin embargo, los progresos no han sido tan significativos debido a que, al disminuir la inflación y ajustarse lentamente los pagos de los intereses de la deuda pública para tener en cuenta las variaciones de los tipos de mercado a largo plazo, hace falta un saldo presupuestario primario mayor para reducir el cociente entre la deuda y el PIB. Este hecho ha sido evidente en algunos países, como Italia, Canadá y Bélgica, que comenzaron el proceso de ajuste presupuestario partiendo de un nivel de deuda relativamente alto. Por ejemplo, en Bélgica el saldo presupuestario primario ha mostrado un superávit desde mediados de los años 80, pero el cociente entre la deuda neta y el PIB no comenzó a disminuir hasta 1994 (gráfico II.4). Italia registró su primer superávit primario en 1992, pero la actual tendencia al descenso del cociente entre la deuda y el PIB se obtuvo cinco años más tarde. En Canadá, este cociente también ha venido disminuyendo en los dos últimos años, tras un claro endurecimiento de la política fiscal a mediados de los años 90. Japón, por el contrario, parece que ha entrado en una fase de rapidísima acumulación de deuda, ya que el enorme aumento del déficit primario elevó el cociente entre la deuda neta y el PIB a más de un 30%, y el correspondiente a la deuda bruta, a un 100%, a finales de 1998, mientras que sólo seis años antes las cifras eran de un 4% y un 60%, respectivamente.

... salvo en Japón

## Otros componentes de la demanda

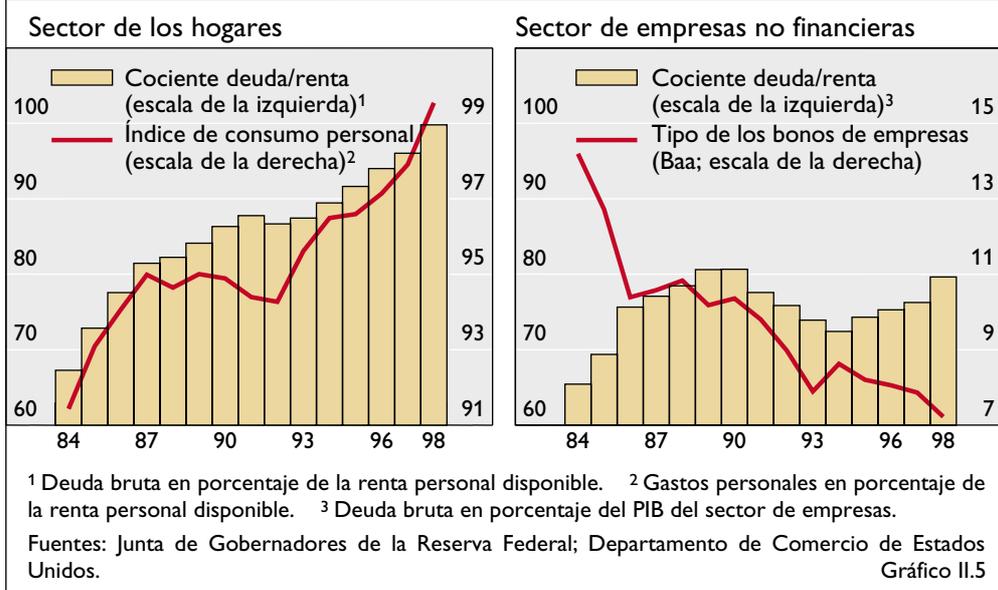
El gasto de  
los hogares fue  
elevado en  
general ...

Retrospectivamente, es probable que 1998 se recuerde por las perturbaciones financieras y externas registradas durante el segundo semestre. Sin embargo, también debe señalarse que en los países que mejor sortearon las perturbaciones, el consumo privado constituyó la fuente más importante de crecimiento. Por otra parte, en los países cuyo PIB disminuyó o se desaceleró considerablemente, la resistencia del gasto de los hogares impidió que el debilitamiento fuera aún mayor. Hubo, sin embargo, excepciones a esta tendencia. Preocupados por las futuras perspectivas de los impuestos y del empleo, los consumidores japoneses respondieron a las reducciones de los impuestos aumentando su ahorro precautorio. Asimismo, el débil crecimiento del empleo en Alemania e Italia parece que frenó el gasto de los hogares. De hecho, el año pasado se caracterizó en general, pero sobre todo en Francia y en España, por el hecho de que la creación de empleo tendió a reforzar la confianza y el gasto de los hogares.

... debido a la  
mejoría del empleo  
y al aumento de  
las ganancias de  
capital ...

El aumento de la riqueza también acrecentó la confianza de los consumidores el año pasado, induciendo a los hogares a endeudarse más y/o a realizar las ganancias de capital y a gastar más de lo que aumentó su renta disponible. En Estados Unidos, tanto los hogares como las empresas han recurrido cada vez más a los mercados de crédito para financiar sus elevados niveles actuales de gasto, lo que suscita dudas sobre la sostenibilidad de esta tendencia. El endeudamiento de los hogares aumentó hasta un máximo sin precedentes, y el de las empresas registró el nivel más alto desde 1990 (gráfico II.5). Hasta

## Endeudamiento del sector privado en Estados Unidos



ahora, los costos de los intereses de esta deuda han sido razonables, dados los bajos tipos de interés y los mayores vencimientos. El aumento de la deuda de los hogares debería situarse, además, en el contexto de un incremento aún mayor de la riqueza. No obstante, la insolvencia de particulares ha alcanzado un nuevo máximo. Dado que la tasa de ahorro es casi cero y que las empresas han utilizado una parte de la deuda adicional para recomprar sus acciones, los hogares y las empresas también podrían ser más vulnerables a una subida de los tipos de interés, y ello pese a que una gran parte de los créditos netos del año pasado se obtuvieron a tipos fijos.

La realización de los incrementos patrimoniales también elevó el gasto de los hogares en muchos otros países el año pasado, y, en algunos casos, están comenzando a aparecer presiones inflacionistas y otros desequilibrios. En Irlanda, cinco años de tasas anuales de crecimiento superiores a un 7%, unidos a un descenso de los tipos de los préstamos hipotecarios y a un elevado crecimiento del crédito, han provocado un exceso de demanda en el mercado de la vivienda. En Dublín, los precios medios de las viviendas han subido alrededor de un 80% en los dos últimos años, lo cual parece que ha intensificado las presiones al alza sobre los salarios nominales. Es posible que también esté apareciendo un exceso de demanda en los Países Bajos, donde la realización de los incrementos patrimoniales en viviendas y acciones ha avivado el consumo privado, y donde actualmente parece que la producción es superior a su nivel potencial. El gasto de los hogares también ha sido alto en Dinamarca y Finlandia, debido en parte al incremento patrimonial relacionado con la subida de los precios de la vivienda. Mientras que el temor a que puedan surgir presiones inflacionistas ha llevado a las autoridades danesas a adoptar medidas para elevar el ahorro de los hogares y frenar la subida de los precios de la vivienda, en Finlandia ha habido pocos indicios de recalentamiento o de desequilibrios, a pesar de que ya ha desaparecido la brecha de producción, que alcanzó un 11% en 1993. Una excepción a esta tendencia es el Reino Unido,

... así como al aumento de la inversión en viviendas

donde la creciente incertidumbre sobre la futura evolución de la economía ha llevado a los hogares a mostrarse reacios a gastar sus considerables incrementos patrimoniales.

Ahorro de los hogares y ajuste presupuestario

El elevado gasto de los hogares y la consiguiente reducción de las tasas de ahorro también podrían estar relacionados con el ajuste presupuestario y el aumento del ahorro público. Por ejemplo, la disminución que ha experimentado en Estados Unidos el ahorro de los hogares desde 1992 ha “contrarrestado” tres cuartas partes del aumento del ahorro público (cuadro II.4). En Canadá, la disminución del ahorro de los hogares ha sido incluso mayor, aun cuando tanto el gasto de consumo como el gasto de inversión en vivienda se desaceleraron durante el segundo semestre de 1998. Dada la ya elevada tasa de ahorro y el alto cociente entre la deuda y la renta, parece que los hogares canadienses se han vuelto crecientemente reacios a endeudarse más. En Italia, una gran parte del aumento del ahorro público también ha ido acompañada de una reducción del ahorro de los hogares, ya que los consumidores han financiado el gasto que sobrepasaba el bajo crecimiento de la renta reduciendo su volumen de activos financieros. En otros países, la respuesta al ajuste presupuestario ha sido más débil, por lo que el aumento del ahorro público ha influido más en el ahorro nacional.

El crecimiento de la inversión empresarial ...

El ciclo actual también se ha caracterizado por el elevado crecimiento de la inversión empresarial fija, sobre todo en los países que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo. Aunque su contribución directa al crecimiento de la demanda es menor que la del consumo, el gasto de inversión ha contribuido a prolongar el ciclo actual, ya que reduce el riesgo de encontrarse con restricciones de capacidad y, por lo tanto, las presiones inflacionistas. De hecho, aunque el ciclo estadounidense actual es uno de los más largos desde la Segunda Guerra Mundial, a finales del año pasado la tasa de utilización de la

Evolución del ahorro interno en algunos países										
En porcentaje del PIB										
	Estados Unidos		Japón		Alemania		Francia		Italia	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Ahorro nacional	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Ahorro público	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Ahorro privado	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Hogares	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Empresas	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Reino Unido		Canadá		Australia		Suecia		Suiza	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Ahorro nacional	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Ahorro público	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Ahorro privado	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Hogares	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Empresas	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5

\* Año de déficit máximo de las administraciones públicas a partir de 1990; en el caso de Japón, año de superávit máximo; en el de Alemania, un año después de la reunificación.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro II.4

Evolución reciente de la inversión empresarial fija y posibles determinantes					
	Inversión <sup>1</sup>	PIB <sup>2</sup>	RIPC <sup>3</sup>	Rendimiento <sup>4</sup>	Pk/W <sup>5</sup>
Irlanda	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Noruega	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
Estados Unidos	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Reino Unido	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finlandia	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Canadá	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australia	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Dinamarca	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Países Bajos	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
España	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Suecia	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Bélgica	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Suiza	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
Francia	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italia	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Alemania	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Japón	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
<i>Pro memoria</i> <sup>6</sup>		0,72	0,63	-0,17	0,18

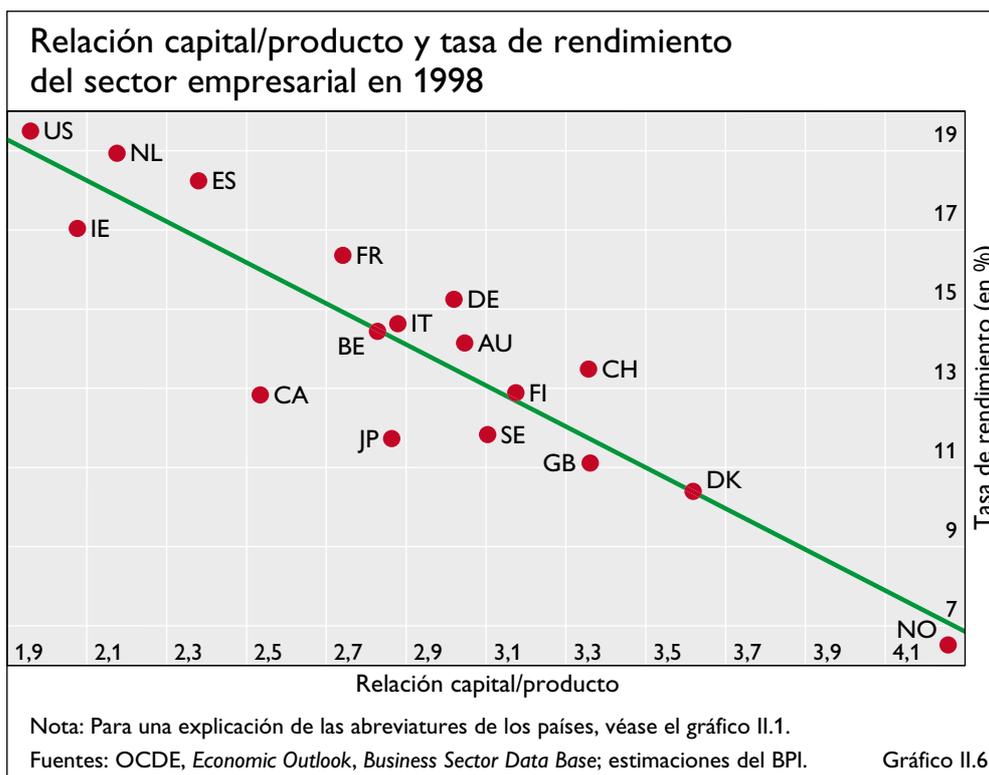
Nota: Los datos se refieren al sector empresarial, salvo en el caso del PIB (conjunto de la economía).  
<sup>1</sup> Variación porcentual acumulada de la inversión real fija entre 1995 y 1998. <sup>2</sup> Variación porcentual acumulada del PIB real entre 1994 y 1997. <sup>3</sup> Relación incremental producto/capital; se calcula dividiendo la tasa de variación del valor añadido real por el cociente entre la inversión y el valor añadido (a precios constantes); media del periodo 1994-98. <sup>4</sup> Rendimiento del capital antes de impuestos en 1996. <sup>5</sup> Cociente entre los precios de los bienes de capital y los salarios en 1996; índice 1990 = 100. <sup>6</sup> Correlación bilateral entre la inversión y el PIB, la RIPC, el rendimiento y Pk/W, respectivamente.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, *Business Sector Data Base*; datos nacionales; estimaciones del BPI.  
Cuadro II.5

capacidad de la industria manufacturera aún era muy inferior a los máximos anteriores. En cambio, en muchos países de la zona del euro ha sido bastante flojo el gasto de inversión, y, a pesar de la desaceleración del crecimiento a finales de 1998, las tasas de utilización de la capacidad han seguido siendo relativamente altas.

Las favorables condiciones crediticias, los elevados y crecientes precios de las acciones y el enorme aumento de la participación de los beneficios, han contribuido considerablemente a estimular la inversión. Como se ha señalado, el auge de la inversión estadounidense ha venido acompañado de un brusco aumento del endeudamiento de las sociedades, pero las favorables condiciones crediticias y los elevados beneficios también han impulsado en algunos otros países el gasto de capital. En Suecia, la recuperación que experimentó la inversión empresarial el año pasado contrarrestó un giro negativo de las exportaciones netas equivalente a un 2% del PIB. La inversión empresarial también constituyó una importante fuente de crecimiento en Finlandia y España, debido en gran parte al aumento de los beneficios y, en el caso de España, a la suavización de las condiciones crediticias una vez cumplidos los requisitos para entrar en la UEM. En cambio, los beneficios negativos,

... y su contribución al crecimiento global ...



así como las restricciones crediticias y la incertidumbre sobre las futuras perspectivas de crecimiento, llevaron a las empresas japonesas a recortar el gasto de capital más de un 11%. Aun así, los stocks de capital continuaron creciendo, reforzando el aumento de la brecha de producción provocado por la demanda.

... reflejan las divergencias entre las expectativas ...

Probablemente el elemento que más ha influido en las pautas específicas de evolución del gasto de inversión en los últimos años han sido las divergencias entre las expectativas de las empresas sobre el futuro crecimiento, que tienden a reflejar las diferencias en las tasas anteriores de crecimiento y en las tendencias recientes de la producción por unidad de capital invertida (cuadro II.5). Por otra parte, los países con una relación capital/producto relativamente baja, como Estados Unidos, los Países Bajos, Irlanda y España, parece que han logrado unas tasas de rendimiento más altas y, como consecuencia de ello, han impulsado el gasto de inversión (gráfico II.6). En cambio, en Japón y Noruega, las elevadas relaciones capital/producto y las consiguientes bajas tasas de rendimiento podrían indicar la existencia de un exceso de inversión y de capacidad en el pasado y reducir aun más los incentivos para aumentar el gasto de capital. El descenso del precio relativo de los bienes de capital, sobre todo de los bienes de equipo, unido a las crecientes presiones para que se reduzcan los costos por unidad de producción, también ha desempeñado un importante papel al inducir a las empresas a sustituir trabajo por capital para aumentar la productividad del trabajo. Parece que esas presiones han estado en el origen de las recientes tendencias de la inversión en Alemania y Suiza. Por otra parte, en Estados Unidos, dada la modesta subida de los salarios, la inversión ha sido inesperadamente alta en relación con el crecimiento de la producción, lo que induce a pensar que las empresas han aumentado su gasto en equipo,

... así como las tasas de rendimiento previstas

previendo la posibilidad de que en el futuro hubiera escasez de mano de obra y presiones salariales. Esta conducta preventiva parece explicar en parte la disminución de la utilización de la capacidad antes señalada.

## Evolución de los mercados de trabajo

### Desempleo

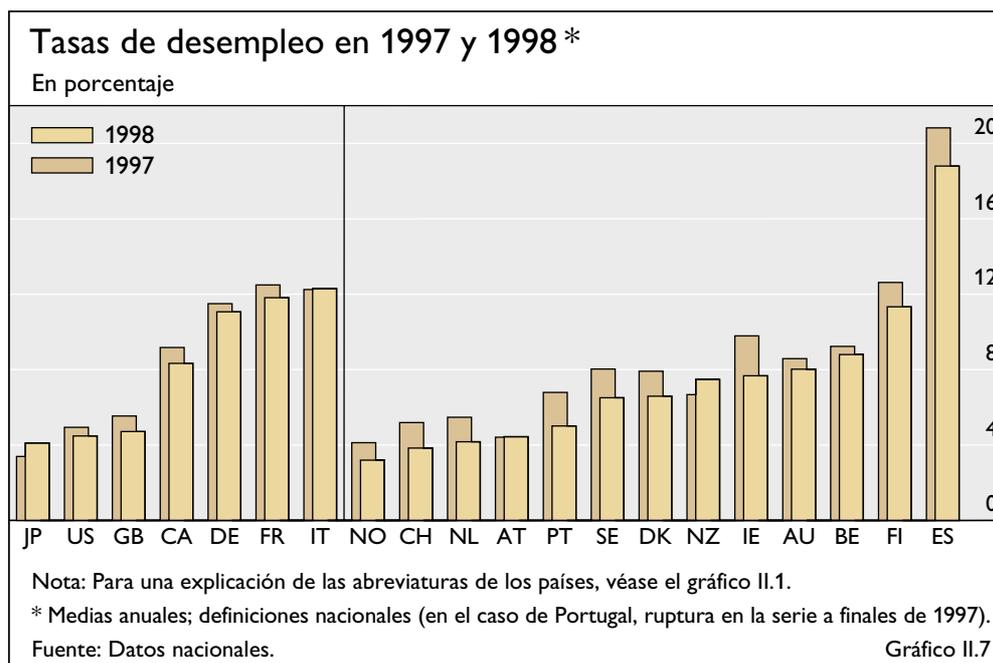
La situación de los mercados de trabajo mejoró, en general, el año pasado (gráfico II.7). En Estados Unidos, el Reino Unido y los Países Bajos, las tasas de desempleo, que ya eran bajas, descendieron aún más. A pesar de ello, sólo hubo algunos casos dispersos de escasez de mano de obra y sólo modestas presiones al alza sobre los salarios. Las tasas de desempleo también disminuyeron significativamente en muchos de los países europeos más pequeños, así como en Canadá y Australia. En cambio, la situación del mercado de trabajo empeoró en Japón y Nueva Zelandia. De hecho, la tasa oficial de desempleo en Japón es actualmente superior a la de Estados Unidos, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial.

Estas diferencias de evolución se deben en gran medida a las diferencias cíclicas. El año pasado, el desempleo disminuyó en casi todos los países cuyo crecimiento económico fue superior a su tasa tendencial, y disminuyó, por lo general, aún más en aquellos cuya tasa de crecimiento fue más rápida. Asimismo, en Japón y Nueva Zelandia el aumento del desempleo se debe principalmente a la caída cíclica de la producción.

Sin embargo, parece que algunas divergencias se deben a las diferencias existentes entre los países en cuanto a los progresos realizados en la reducción del desempleo estructural. Estos progresos han sido especialmente notables en Irlanda, Dinamarca, los Países Bajos y el Reino Unido, donde se han

Disminución cíclica del desempleo ...

... así como mejoras estructurales en algunos países ...



introducido considerables reformas en el mercado de trabajo durante los últimos años. España también ha llevado a cabo algunas importantes reformas, especialmente en las áreas de protección del empleo y prestaciones por desempleo. No obstante, las estimaciones de la tasa española de desempleo estructural, aunque son menores que hace unos años, siguen siendo superiores al 15%.

... pero no en otros

En otros países, el desempleo estructural se ha mantenido persistentemente alto o incluso ha aumentado. Por ejemplo, en Alemania y Francia las estimaciones sobrepasan, en general, el 10%, y las tasas de desempleo observadas son superiores a las de 1995, a pesar de que la brecha de producción es similar o, en el caso de Francia, menor. Aunque el gran aumento que experimentó el empleo el año pasado en Francia se debe en cierta medida a los efectos de las reformas estructurales, destinadas a aumentar las oportunidades de empleo de las mujeres y de los jóvenes, sobre todo en el sector servicios, estas reformas también han tendido a elevar las tasas de actividad, reduciendo su influencia en el desempleo observado. Alemania también ha tomado medidas para mejorar la flexibilidad del mercado de trabajo. Sin embargo, hasta ahora parece que éstas han estimulado el crecimiento de la productividad del trabajo en lugar de fomentar la creación de empleo. En este contexto, la postura negociadora más dura de los sindicatos alemanes podría elevar tanto el desempleo observado como el estructural.

#### *Productividad del trabajo*

Diferencias de crecimiento de la productividad ...

La productividad del trabajo es otra área en la que existen considerables diferencias entre los resultados obtenidos el año pasado. El crecimiento de la productividad de las empresas fue superior al 2½% en Australia y Alemania y sólo algo inferior a esa cifra en Estados Unidos, Finlandia y Francia (cuadro II.6). La productividad sólo aumentó levemente en muchos otros países, y disminuyó bruscamente en Japón.

... debidas a factores cíclicos ...

En la productividad, al igual que en el desempleo, influyen factores tanto cíclicos como estructurales. A más largo plazo, su crecimiento depende principalmente de factores relacionados con la oferta, entre los que se encuentran las variaciones de la cantidad de capital físico existente por trabajador, la cualificación de la mano de obra de un país y la aparición de nuevas tecnologías y su difusión en los centros de trabajo. Sin embargo, a corto plazo la productividad evoluciona con el ciclo económico, ya que los empresarios tienden a ajustar lentamente el empleo a las variaciones de los niveles de producción. Esta influencia cíclica explica en gran parte la acusada disminución de la productividad que acompañó al empeoramiento de la recesión japonesa el año pasado. Casi todos los demás países se encontraban en medio de una fase de expansión relativamente avanzada, en la que los factores cíclicos tienden a tener poca importancia.

... y a tendencias a más largo plazo

Las tendencias a más largo plazo fueron, pues, los principales factores que explican las diferencias de crecimiento de la productividad. Por ejemplo, en Alemania se estima que el crecimiento tendencial de la productividad, que giró en torno al 2% en la década de 1980, sobrepasa en la actualidad el 3%. Este aumento se debe en gran parte a un considerable incremento de la relación

Fuentes de crecimiento de la productividad en el sector empresarial						
	PIB por asalariado				Relación stock de capital/empleo	
	Observado en 1998	Atribuible a: <sup>1</sup>			Años 80	Años 90
		Ciclo	Tendencia <sup>2</sup>	Residuo		
Variaciones porcentuales anuales						
Australia	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Alemania	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
Estados Unidos	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finlandia	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
Francia	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irlanda	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Suecia	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Bélgica	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italia	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Suiza	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Dinamarca	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Países Bajos	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Reino Unido	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Noruega	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Canadá	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Japón	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

<sup>1</sup> La descomposición del crecimiento de la productividad en estos tres componentes procede de un modelo dinámico de demanda de trabajo estimado para el periodo 1980-98. El modelo relaciona el crecimiento de la productividad con el crecimiento del PIB y un término de corrección del error que es el nivel de productividad del año anterior menos su nivel tendencial a largo plazo. El nivel tendencial se estima como una función polinómica a trozos con un punto de ruptura en 1990. <sup>2</sup> La tasa tendencial estimada de crecimiento de la productividad correspondiente a los años 80 se muestra entre paréntesis.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.6

capital/trabajo, provocado por la sustitución de trabajo por capital en las empresas ante las subidas del precio relativo del trabajo y la intensificación de las presiones competitivas. La tendencia también parece que aumentó en Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia, y que ha seguido siendo fuerte en Finlandia e Irlanda, a pesar del descenso de las tasas de intensificación del capital.

En cambio, parece que el crecimiento tendencial de la productividad se ha desacelerado en Canadá, debido a que el ritmo de acumulación de capital ha disminuido, si bien sigue siendo relativamente rápido. La tendencia estimada también ha disminuido en el Reino Unido y ha continuado siendo bastante baja en Suiza. En Estados Unidos, ha sido relativamente parecida durante la década de 1990 en su conjunto a la de los años 80. Sin embargo, en este último país el crecimiento de la productividad ha experimentado recientemente una recuperación no atribuible claramente ni a factores cíclicos ni a tendencias a más largo plazo. Aunque se debe en parte a los cambios introducidos en la forma de medir la inflación, los aumentos recientes también podrían ser un indicio de cambios más profundos. Por ejemplo, el rápido ritmo de la inversión ha impulsado la intensificación del capital, a pesar de los continuos y elevados aumentos del empleo. A veces se afirma, además, que las recientes inversiones

Influencia de la intensificación del capital ...

... y de las inversiones en alta tecnología

en alta tecnología podrían tener unos efectos especialmente significativos, ya que entrañan considerables avances tecnológicos. Sin embargo, aunque los ordenadores (computadoras) han constituido un importante componente del reciente gasto de inversión, aún representan solamente un 2% del stock de capital neto, excluidas las viviendas. Así pues, aunque los rendimientos de la inversión en ordenadores sean mayores que en el caso de otros tipos de equipo, su influencia en el crecimiento agregado de la productividad ha sido relativamente pequeña hasta ahora. No obstante, es cada vez mayor y los ordenadores podrían convertirse en una importante fuente de mejora de la productividad en los próximos años.

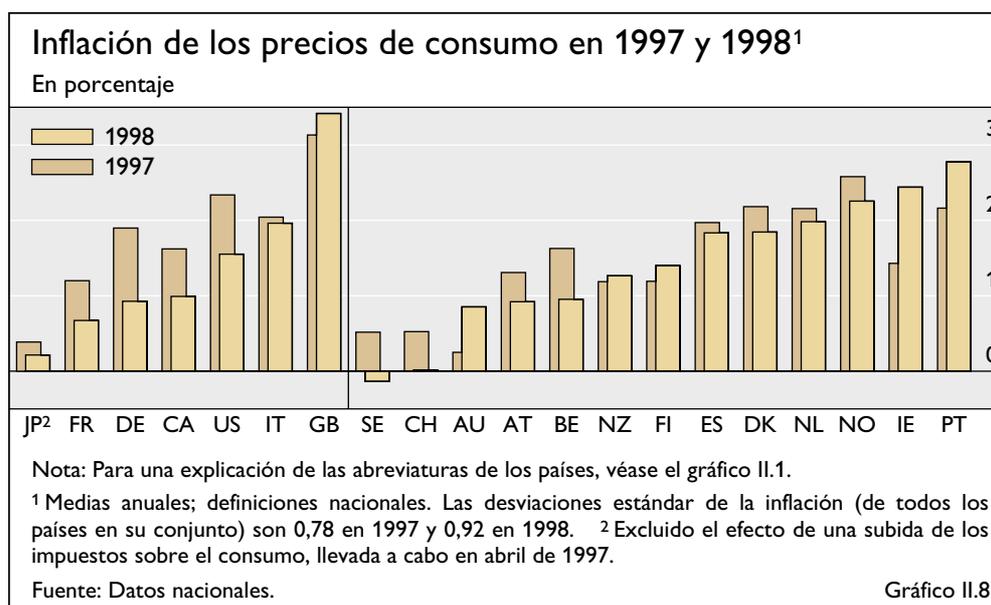
### Evolución reciente de la inflación de precios y salarios

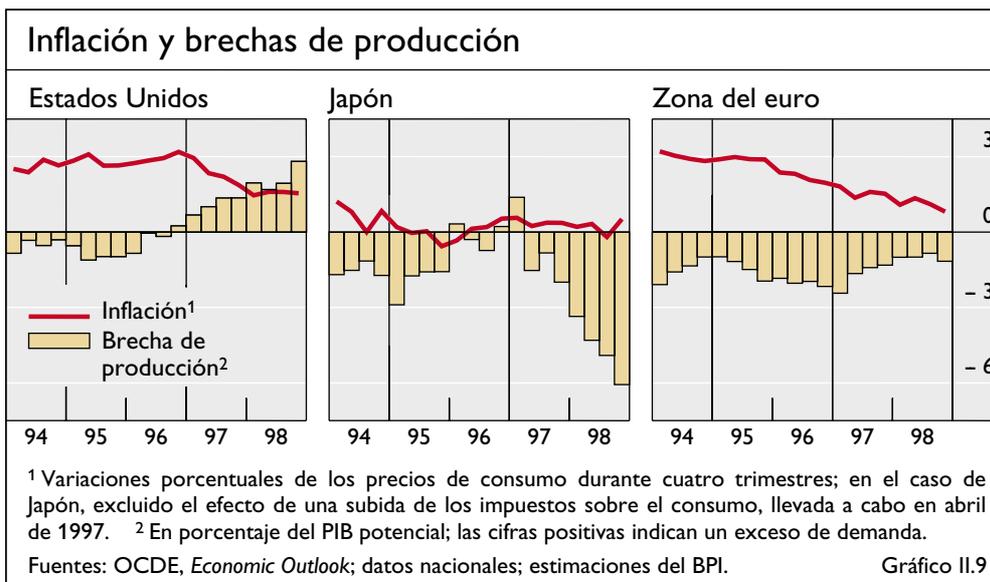
La inflación sigue disminuyendo, debido al moderado crecimiento de los salarios ...

En 1998, la evolución de la economía real fue acompañada de una prolongación de la desinflación observada en los últimos años (gráfico II.8). Esta desinflación se debió en parte a una nueva moderación de los costos laborales unitarios. Las subidas de los salarios nominales continuaron disminuyendo en la zona del euro en su conjunto, mientras que en Estados Unidos las modestas presiones al alza sobre los salarios se vieron contrarrestadas por elevados incrementos de la productividad. Por otra parte, a pesar de que las brechas de producción fueron cada vez menos negativas o cada vez más positivas en la mayoría de los países, el margen de los precios sobre los costos laborales unitarios disminuyó en general, debido tanto a la reducción de los costos de los factores no laborales en los mercados mundiales como al aumento de la competencia y al creciente exceso de capacidad en los mercados mundiales de bienes (gráfico II.9).

... al descenso de los precios de las materias primas ...

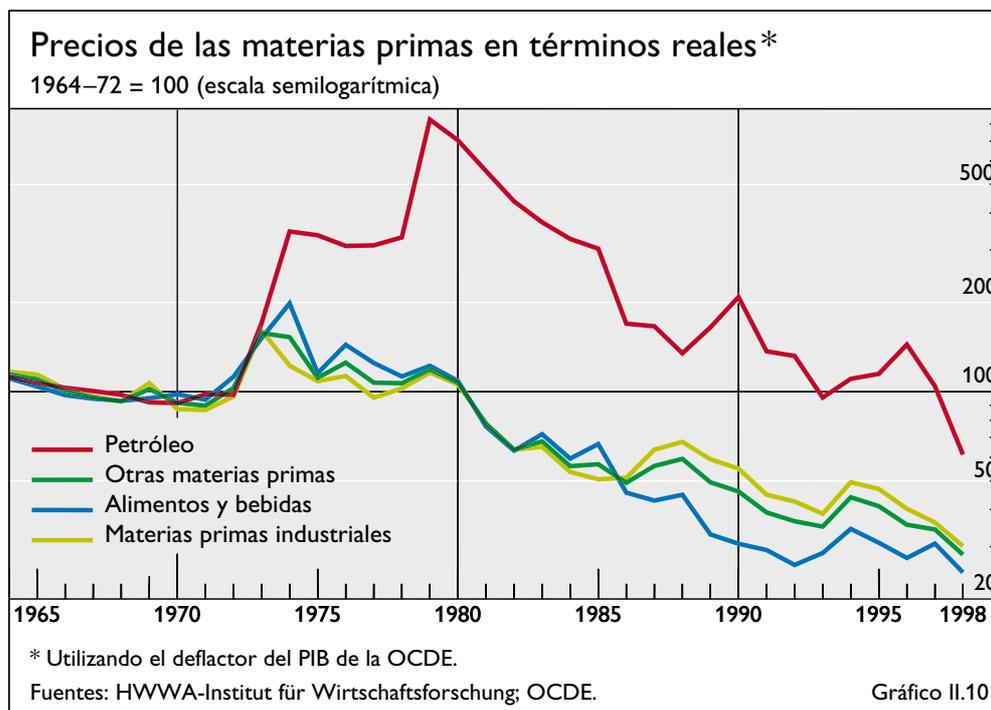
Un importante factor que redujo los costos no laborales fue el descenso de los precios de las materias primas (gráfico II.10). El descenso mayor correspondió al precio del crudo, que, una vez ajustado para tener en cuenta la inflación, era a finales de 1998 más de un 60% inferior al máximo de 1996.





La recesión de las economías asiáticas emergentes, que habían representado alrededor de dos tercios del aumento del consumo de petróleo durante los cuatro años anteriores, explica una gran parte de esta caída. Sin embargo, los precios del petróleo también bajaron debido a las temperaturas excepcionalmente suaves del año pasado, el exceso de existencias y el aumento de la oferta mundial de petróleo. Tras un acuerdo de los principales exportadores de petróleo para recortar la oferta este año, los precios han subido casi un 50% con respecto al mínimo. Dada la necesidad de muchos países exportadores de petróleo de aumentar sus ingresos para contrarrestar los crecientes déficit presupuestarios, caben algunas dudas de que se cumpla el acuerdo. Sin embargo, actualmente muchos observadores esperan que la subida del precio sea algo más que temporal.

La débil demanda mundial y el aumento de la oferta también han provocado una considerable disminución de los precios de muy diversas materias primas. La tendencia a largo plazo de los precios de los alimentos han seguido una senda descendente, que se intensificó el año pasado debido al aumento experimentado por la oferta gracias al buen tiempo. Por otra parte, la recesión de Asia y la expansión de la oferta provocada por el progreso técnico, el aumento de la privatización de la producción y las subidas de los precios registradas a principios de esta década, fomentaron aún más el descenso de los precios de las materias primas agrícolas con respecto a los máximos alcanzados en 1995. Estos mismos factores también redujeron los precios de las materias primas industriales, si bien la magnitud de la caída que experimentaron durante 1998, especialmente los precios de los metales básicos, probablemente fue exacerbada por los intentos de los productores de contrarrestar las pérdidas de ingresos aumentando la producción y reduciendo los márgenes, hasta el punto de que en algunos casos los precios ya no cubrían los costos. En términos más generales, como los precios de la mayoría de las materias primas se fijan en dólares de Estados Unidos, el fortalecimiento experimentado por el dólar desde 1995 ha tendido a reforzar las presiones a la baja sobre los precios.



... y al exceso de capacidad mundial

La débil demanda mundial también se tradujo en un considerable exceso de capacidad en el caso de muchos bienes intermedios y acabados. Este desequilibrio entre la demanda y la oferta contribuyó a la tendencia desinflacionista en los países industriales, tanto reduciendo los precios de los bienes importados como intensificando las presiones competitivas sobre los productos nacionales. De hecho, los precios de los productos industriales descendieron alrededor de un 2% en los países del Grupo de los Diez en relación con el año anterior, y los precios de los bienes de consumo también bajaron en muchos países. Por otra parte, los precios de los servicios se desaceleraron durante el año, debido a la moderación antedicha del crecimiento de los salarios nominales y, en varios países, a la liberalización y la privatización de servicios antes suministrados por el sector público.

Fuerzas desinflacionistas en Estados Unidos ...

En Estados Unidos, donde las subidas de los precios de consumo perdieron fuerza el año pasado, situándose en un 1½%, a pesar de un nuevo aumento de la producción en relación con las estimaciones del nivel potencial, los efectos desinflacionistas de la reducción de los costos de los factores no laborales y del exceso de capacidad mundial se vieron reforzados por otros dos factores. En primer lugar, el valor del dólar se mantuvo en un nivel relativamente alto durante la mayor parte de 1998, lo que contribuyó a contener las subidas de los precios tanto de los bienes importados como de los bienes nacionales que son sustitutivos cercanos de las importaciones. En segundo lugar, el elevado nivel de inversión de las empresas estadounidenses registrado en los últimos años se manifiesta actualmente en unas tasas de utilización de la capacidad inferiores a la media, lo que acentúa la influencia del aumento de la competencia internacional en los precios internos estadounidenses y provoca una considerable reducción de los márgenes de beneficios.

Aunque los acontecimientos generales antes mencionados han reducido la inflación en Europa en su conjunto, existen algunas diferencias importantes entre los países. Por ejemplo, la inflación aumentó en Irlanda y Portugal el año pasado, debido al rápido ritmo de crecimiento de la producción y, en Irlanda, a una aceleración de los costos laborales unitarios. En los Países Bajos, aunque la inflación continuó bajando gradualmente, la tasa de desempleo ha descendido hasta situarse en tan sólo un 3,8% (una de las más bajas de la zona del euro) y las presiones sobre los costos laborales están aumentando. En cambio, la moderación de los salarios nominales y los grandes incrementos de la productividad permitieron a las empresas francesas y alemanas limitar el aumento de los costos laborales unitarios y mantener su competitividad internacional, a pesar de las apreciaciones de sus tipos de cambio efectivos nominales. En España, Finlandia y Bélgica, la continua moderación de los salarios nominales contribuyó a reducir las presiones sobre los precios, a pesar del crecimiento relativamente alto del empleo. Y en Suecia y Suiza, los precios de consumo bajaron o se mantuvieron más o menos constantes.

... y diversidad de resultados en Europa

En Japón, el empeoramiento de la recesión y la creciente brecha de producción llevaron a algunos observadores a esperar la aparición de graves presiones a la baja sobre los precios. Sin embargo, hasta ahora parece que hay pocas pruebas de que haya comenzado una espiral deflacionista, en la que el gasto disminuye cuando se espera que bajen los precios. El notable aumento de la tasa de ahorro, visto como un hecho aislado, podría interpretarse como indicativo de un proceso de ese tipo. Sin embargo, aunque los salarios nominales y los precios al por mayor de los bienes manufacturados bajaron el año pasado, los costos laborales unitarios aumentaron y los precios de consumo apenas variaron. Y lo que es más importante, existen pruebas de la existencia de un elevado grado de inercia de la inflación en Japón. Según las encuestas a los hogares y a las empresas, la mayoría de los encuestados está esperando que suban los precios, aun cuando los precios observados no han variado o están descendiendo. Por otra parte, a pesar del enorme aumento de la brecha de producción, la tasa de inflación del IPC apenas ha variado, mientras que la pauta histórica habría implicado una brusca y continua desaceleración de la inflación.

Presiones a la baja sobre los precios en Japón

#### *Evidencia de rigideces nominales*

El clima económico de los últimos años ha llevado a preguntarse si no habrá cambiado la naturaleza del proceso inflacionista actual en relación con las décadas anteriores. Uno de los motivos de preocupación es la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja porque los asalariados consideran que las reducciones de los salarios nominales son injustas, aun cuando acepten fácilmente una reducción de cuantía similar de los salarios reales provocada por la inflación. Si esa resistencia a los recortes de los salarios nominales es general, las empresas podrían tener más dificultades para ajustar los salarios reales a la baja cuando las tasas de inflación son bajas y verse obligadas así a recurrir más a una reducción de los puestos de trabajo cuando disminuye la demanda o cuando la productividad experimenta perturbaciones negativas. Aunque eso podría aumentar el riesgo de que los

La baja inflación puede aumentar las rigideces nominales ...

niveles de desempleo sean algo más altos con una inflación baja, las recientes reducciones del desempleo y la falta de evidencia empírica convincente sobre la importancia de esas rigideces inducen a pensar que no debe darse demasiada importancia a esta posibilidad.

... debido a que los precios se ajustan menos frecuentemente ...

Otra cuestión que puede constituir, quizá, motivo de mayor preocupación es que las rigideces nominales de los mercados de trabajo y de productos podrían hacer que aumente la inercia general de la inflación de precios y salarios cuando las tasas de inflación son bajas. De ser así, las variaciones de la renta nominal provocadas por la política económica y por otros factores influirían más en la producción real que en los periodos de inflación más alta. A menudo se supone que esas rigideces nominales se deben a la renuencia de las empresas a modificar los salarios o los precios nominales, porque la negociación de nuevos convenios o el ajuste de las listas de precios tienen sus costos. Y al estar disminuyendo la inflación y las expectativas inflacionistas, estos costos sobrepasarían cada vez más a los beneficios de ajustar los precios más a menudo.

... y a que la duración de los convenios es mayor

Algunas tendencias recientes de los mercados de trabajo y de productos concuerdan perfectamente con estas hipótesis. Por ejemplo, en Estados Unidos la duración de los nuevos convenios colectivos ha tendido a ser mayor, llegando hasta los seis años en algunos casos. Por otra parte, la presencia de cláusulas de revisión salarial en los convenios colectivos del sector privado ha disminuido considerablemente, y la indicación de los salarios casi ha desaparecido en Europa. En los mercados de productos, un creciente número de empresas manufactureras ha demandado y conseguido de sus proveedores la garantía de que mantendrán sus precios durante mucho tiempo, lo cual puede limitar la capacidad de esos proveedores para trasladar el incremento de sus costos de producción. En cambio, la difusión de algunas nuevas tecnologías, como los lectores ópticos de precios, los catálogos de venta por Internet y los programas más avanzados de gestión de nóminas, podría actuar en sentido contrario, facilitando incluso los más mínimos ajustes de los salarios y de los precios. Por otra parte, las instituciones y las expectativas, así como los conceptos de equidad, podrían ajustarse en un clima de baja inflación, especialmente dada la credibilidad de los compromisos de las autoridades monetarias.

Se invocan pruebas de que ha aumentado la rigidez ...

Las rigideces nominales son difíciles de medir directamente. Sin embargo, se puede evaluar su importancia a partir de la forma en que “se repartan” las variaciones de la demanda nominal entre las variaciones de la producción y las variaciones de la tasa de inflación. Aunque la producción real depende a largo plazo de factores relacionados con la oferta, las variaciones de la demanda nominal pueden influir en la producción en periodos más breves, ya que los precios sólo se ajustan gradualmente hasta alcanzar su nivel subyacente apropiado. Por lo tanto, las rigideces nominales implican que las variaciones de la demanda nominal tardan más en influir en los precios y, por lo tanto, ejercen más influencia a corto plazo en la actividad real. Las estimaciones empíricas basadas en esta idea indican que el grado de rigidez nominal ha aumentado en muchos países industriales, no sólo en Japón, donde la inflación ha sido especialmente baja durante los últimos años, sino también en algunos

Estimaciones de la rigidez nominal				
	Precios*		Inflación media	
	1970–85	1986–98	1970–85	1986–98
Estados Unidos	0,86	0,86	6,4	2,8
Suiza	0,74	0,59	4,8	2,4
Suecia	0,74	0,57	9,0	4,1
Alemania	0,63	0,78	4,7	2,5
Francia	0,56	0,93	9,4	2,4
Canadá	0,55	0,73	7,6	2,3
Dinamarca	0,54	0,64	9,0	2,7
Australia	0,48	0,62	9,7	3,6
Reino Unido	0,46	0,83	11,3	4,2
Bélgica	0,41	0,80	6,6	2,7
Italia	0,37	0,58	14,2	5,4
España	0,36	0,53	13,4	5,5
Japón	0,31	0,85	6,1	0,8

\* El grado de rigidez nominal de los precios se estima de la forma siguiente: 1 menos el coeficiente del crecimiento de la renta nominal en una regresión de la inflación (deflactor del PIB) con respecto al crecimiento de la renta nominal, la brecha de producción retardada, la inflación retardada y la variación retardada del precio relativo de las importaciones. Por lo tanto, si el valor del coeficiente es 1, la rigidez es total, mientras que si es 0, la flexibilidad es total.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.7

de los países que han adoptado un objetivo explícito de inflación (cuadro II.7). En cambio, no parece que las rigideces nominales hayan aumentado en Estados Unidos, Suecia o Suiza. Parece, más bien, que esas rigideces siempre han constituido un importante componente del proceso de inflación en estos países.

Estas pruebas de que la rigidez nominal aumenta cuando las tasas de inflación son bajas, se han relacionado recientemente con el argumento de que podrían adoptarse medidas macroeconómicas expansivas para reducir el desempleo. Es decir, si existe un elevado grado de inercia en el proceso de inflación, los desequilibrios existentes en los mercados de trabajo y de productos tardarían un tiempo en influir en la inflación, por lo que los errores de la política económica, si se reconocen inmediatamente, podrían corregirse con suficiente antelación. Los riesgos inflacionistas que entraña el intento de reducir el desempleo de esta forma serían, pues, pequeños, y los beneficios podrían ser mayores si disminuyera también el desempleo estructural. A veces se ponen como ejemplo a este respecto los recientes resultados económicos de Estados Unidos, en la idea de que la capacidad para mantener la tasa de desempleo tan baja durante tanto tiempo ha aumentado el capital humano de los segmentos menos cualificados de la población y ha contribuido así a reducir el desempleo estructural.

Sin embargo, las políticas basadas en estos argumentos son muy arriesgadas. Debe recordarse que en Estados Unidos la reducción del desempleo se acompañó —y se benefició— de un grado excepcional de presiones a la baja sobre los precios, debido no sólo al descenso de los precios de las materias primas, sino también al elevado valor del dólar en los últimos años. El argumento anterior también supone que la inercia de los salarios y de los

... que respaldan los argumentos a favor de la adopción de una política macroeconómica expansiva ...

... pero este enfoque tiene riesgos

precios es de magnitud similar en ambos sentidos. Pero si el aumento de las rigideces nominales de algunos países se debe principalmente a una resistencia a la baja de los salarios y de los precios más que a una rigidez más general de la inflación, los intentos de reducir la tasa de desempleo sin reformas estructurales podrían traducirse rápidamente en un aumento de la tasa de inflación. Por último, y lo que es más importante, si los intentos de reducir el desempleo por medio de medidas macroeconómicas tienen unas consecuencias inflacionistas inintencionadas e imprevistas, el aumento de las rigideces nominales también implica que será más costoso invertir los efectos de estos errores de la política macroeconómica.

### III. Propagación de la crisis en los mercados emergentes

#### Aspectos más destacados

La mayoría de las economías de mercado emergentes sufrió en 1998 una enorme caída de los precios de las materias primas y se enfrentó a una gran inestabilidad de los mercados financieros internacionales. El riesgo atribuido a la realización de inversiones en el mundo emergente aumentó notablemente, sobre todo en el segundo semestre, lo que llevó a los bancos acreedores y a otros inversionistas a reducir radicalmente su grado de exposición financiera. Si hasta mediados de 1998 la crisis financiera se limitaba sobre todo a Asia, a continuación se extendió rápidamente a Rusia y a algunos países de América Latina.

Los ajustes realizados para hacer frente a la crisis asiática entrañaron una grave contracción de la producción. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, los mercados financieros recuperaron un cierto grado de estabilidad y la disminución de la producción tendió a detenerse en las economías más afectadas. Todavía es demasiado pronto para apreciar la fuerza de la recuperación. El exceso de capacidad acumulado durante años está frenando la inversión. Por otra parte, el crecimiento de la demanda externa ha seguido siendo débil, debido en parte a la deprimida situación de muchos mercados de exportaciones de la región, sobre todo de Japón. También existe una cierta incertidumbre sobre las perspectivas de la economía china.

En el origen de la crisis rusa de agosto de 1998 se encuentran algunas debilidades económicas y financieras importantes. No existen muchos de los elementos básicos de una economía de mercado; la hacienda pública necesita una reforma urgente, y las instituciones financieras aún no han asumido su papel fundamental en el proceso de intermediación. En otros países de Europa oriental, la transición se encuentra en una fase más avanzada y el contagio de la crisis rusa ha sido limitado.

La víctima más notable de la huida en busca de calidad y de liquidez a finales de 1998 fue Brasil. Como ya había ocurrido en tantas ocasiones, el sistema de tipos de cambio férreamente dirigidos, unido a los crecientes desequilibrios macroeconómicos internos y externos, resultó insostenible. Casi todos los demás países latinoamericanos también se encontraron con un clima más hostil en los mercados internacionales de bienes y capitales, y se vieron obligados a adoptar medidas más restrictivas.

#### Factores clave en la evolución de las economías de mercado emergentes

La convulsión financiera que estalló cuando se dejó fluctuar el baht tailandés a mediados de 1997, se ha extendido a un gran número de economías de

Principales fases de la crisis de los mercados emergentes	
1997 Julio Agosto  Octubre  Noviembre  Diciembre	<p>Se deja flotar el bath tailandés (2 de julio).</p> <p>Se deja flotar la rupia indonesia (14 de agosto). Se aprueba un programa de ayuda de 20.100 millones de dólares para Tailandia patrocinado por el FMI (20 de agosto).</p> <p>Caen los precios de las acciones en Asia, América Latina y Rusia. Fuertes presiones sobre el tipo de cambio en Brasil, Corea, Hong Kong y Taiwán.</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 40.000 millones de dólares para Indonesia patrocinado por el FMI (5 de noviembre).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 57.000 millones de dólares para Corea patrocinado por el FMI (4 de diciembre). Se deja fluctuar el won coreano (6 de diciembre). Los precios del petróleo experimentan una bajada del 30% a lo largo del año.</p>
1998 Enero  Febrero Mayo  Junio  Julio  Agosto  Septiembre  Sept./Oct./Nov./Dic.  Octubre  Diciembre	<p>El rublo ruso se fija al dólar con una banda de fluctuación del <math>\pm 15\%</math> (1 de enero). “Pausa” en la deuda de las empresas en Indonesia (27 de enero). Acuerdo de reestructuración, que abarca 24.000 millones de dólares, entre Corea y sus acreedores externos (29 de enero).</p> <p>Indonesia propone la creación de una caja de conversión.</p> <p>Cambio de presidente en Indonesia tras la aparición de disturbios (21 de mayo). La tasa de refinanciación rusa alcanza el 150% al final del mes.</p> <p>Indonesia y un comité de acreedores acuerdan reestructurar 70.000 millones de dólares de deuda externa privada (4 de junio). Firma de un nuevo acuerdo entre el FMI e Indonesia (24 de junio).</p> <p>El rand sudafricano sufre intensas presiones y se deprecia considerablemente. Los tipos de interés brasileños vuelven a los niveles de principios de octubre de 1997 (26 de junio).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 22.600 millones de dólares para Rusia, encabezado por el FMI, en 1998–99 (el 20 de julio se ponen a disposición del país 4.800 millones).</p> <p>El yen registra su nivel más bajo después de ocho años (11 de agosto). Las autoridades de Hong Kong intervienen en el mercado de acciones (14 de agosto). Rusia cambia su régimen de tipos de cambio, suspende los pagos de su deuda pública a corto plazo e impone una moratoria en los pagos de la deuda comercial a los no residentes (17 de agosto).</p> <p>Rusia deja de apoyar el rublo (1 de septiembre). Malasia fija su tipo de cambio al dólar e impone rigurosos controles de capitales (1–2 de septiembre). En América Latina, los mercados de acciones caen y los tipos de cambio sufren presiones: Colombia sube la banda de fluctuación de su tipo de cambio un 9% (2 de septiembre); los tipos de interés brasileños se duplican, hasta situarse casi en un 50% (10 de septiembre); el tipo de interés a corto plazo mexicano alcanza un máximo con un 48% (11 de septiembre); Chile amplía su banda y sube los tipos de interés (16 de septiembre). China endurece su normativa cambiaria (27 de septiembre).</p> <p>Serie de reducciones de los tipos de interés en las grandes zonas monetarias.</p> <p>Tras las elecciones presidenciales, Brasil anuncia un programa de ajuste fiscal de tres años (20 de octubre).</p> <p>Se aprueba un programa de ayuda de 41.500 millones de dólares para Brasil, encabezado por el FMI, que comprende un préstamo del BPI de 13.300 millones respaldado por los bancos centrales de 19 países industriales (2 de diciembre).</p>
1999 Enero  Marzo	<p>Se deja fluctuar el real brasileño (15 de enero). El banco central argentino plantea la cuestión de la dolarización (21 de enero).</p> <p>Una agencia de calificación internacional eleva a la categoría de inversión la deuda soberana de Corea (25 de enero).</p> <p>Nuevo programa del FMI para Brasil (8 de marzo). Primera reducción de los tipos de interés brasileños después de dejarse fluctuar el real (25 de marzo).</p>

Cuadro III.1

mercado emergentes. La crisis ha pasado por varias fases (cuadro III.1) conectadas por diversas y, a menudo, complejas vías de transmisión y contagio. La vulnerabilidad de los sectores empresariales y financieros, las débiles cuentas públicas, los crecientes déficit por cuenta corriente y la falta de coherencia de las políticas han sido las causas fundamentales de las dificultades en la mayoría de los países. Dado que muchas economías de mercado emergentes se han integrado más a fondo en el sistema financiero mundial, los cambios bruscos de sentido de los movimientos de capitales casi siempre han servido tanto para provocar problemas internos como para exacerbarlos. Han surgido, a su vez, profundas recesiones, y los tipos de cambio han caído bruscamente en los países afectados, lo que ha afectado significativamente a los precios de los bienes y los servicios en los mercados mundiales y a los movimientos internacionales de mercancías. Estos fenómenos han abierto nuevas vías a través de la transmisión de la crisis por todo el mundo emergente e incluso más allá.

### *Movimientos de capitales*

El largo periodo de fácil acceso de las economías de mercado emergentes a la financiación internacional llegó bruscamente a su fin en el segundo semestre de 1997. El capital del sector privado, que entró en las economías de mercado emergentes a un ritmo de 140.000 millones de dólares en 1996, se redujo a 40.000 millones cuando las primeras oleadas de convulsiones financieras

Evaporación del capital privado en 1997–98

Flujos de capital y reservas en las economías de mercado				
	1990–95	1996	1997	1998
En miles de millones de dólares de EE.UU., tasas anuales				
Entradas netas de capital privado				
Asia <sup>1</sup>	33	81	-45	-69
América Latina <sup>2</sup>	35	70	77	57
Europa oriental <sup>3</sup>	5	10	11	21
Rusia	-9	-25	-7	-12
Entradas netas de capital oficial				
Asia <sup>1</sup>	14	4	37	29
América Latina <sup>2</sup>	6	-12	-5	12
Europa oriental <sup>3</sup>	1	-1	-1	-2
Rusia	8	9	5	7
Aumento neto de las reservas				
Asia <sup>1</sup>	41	58	15	66
América Latina <sup>2</sup>	15	25	13	-10
Europa oriental <sup>3</sup>	6	1	2	9
Rusia	2	-3	2	-5

Nota: Los movimientos de capitales se calculan como la diferencia entre la cuenta corriente y las variaciones de las reservas; los movimientos privados se calculan como el residuo que queda una vez estimados los movimientos oficiales.

<sup>1</sup> China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. <sup>2</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>3</sup> Hungría, Polonia y República Checa.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IFI).

Cuadro III.2

sacudieron el mundo en vías de desarrollo en 1997 y se evaporó totalmente el año pasado (cuadro III.2). El vacío dejado por la reducción de la participación del sector privado fue cubierto en parte por crecientes entradas de fondos oficiales. Las entradas de inversión extranjera directa, de más de 120.000 millones de dólares, han seguido siendo intensas en los dos últimos años, lo que induce a pensar que la confianza en las perspectivas a más largo plazo de la mayoría de las economías de mercado emergentes ha permanecido intacta.

Cambio de sentido de las entradas de crédito bancario en Asia

Sin embargo, los datos agregados anuales sobre los movimientos financieros privados ocultan tendencias del crédito bancario extrafronterizo y de la emisión internacional de deuda, que varían extraordinariamente de unas regiones a otras y con el paso del tiempo (véase también el capítulo VII). El cuadro III.3 muestra el brusco cambio de sentido de los movimientos de préstamos bancarios y de títulos registrado en Asia durante el segundo semestre de 1997. A finales de año, los derechos de los bancos sobre las cinco economías asiáticas más afectadas por la crisis financiera (Indonesia, Corea, Malasia, Tailandia y, en menor medida, Filipinas) se habían reducido a una velocidad casi dos veces mayor que el ritmo al que habían aumentado en 1996 y a principios de 1997, pasando de cerca del  $+5\frac{1}{2}\%$  del PIB en 1996 al  $-10\%$  a finales de 1997. Los bancos acreedores continuaron reduciendo su concesión de préstamos a la región a un ritmo rápido durante el primer semestre de 1998. Sin embargo, a medida que transcurría el año, las cuentas corrientes pasaron a mostrar un superávit y aparecieron indicios de que la crisis había perdido fuerza. Como consecuencia de ello, el clima financiero comenzó a ser algo menos sombrío en las economías asiáticas afectadas por la crisis. La emisión neta de títulos internacionales presentó un panorama similar al de los préstamos bancarios, aunque con un cierto retraso, debido posiblemente a que se necesita más tiempo para emitir títulos que para tramitar créditos bancarios. El número de nuevas emisiones disminuyó considerablemente a finales de 1997 y principios de 1998, y durante el segundo semestre de 1998 la emisión neta se volvió negativa, ya que los inversionistas huyeron en masa de los títulos de baja calificación. Sin embargo, la recuperación de la confianza permitió a algunos países, sobre todo a Filipinas, acceder de nuevo a los mercados internacionales de capitales a principios de 1999.

Evolución de las entradas de capitales en América Latina ...

Los datos del cuadro III.3 también dan una idea matizada y sorprendente en muchos aspectos de la situación en América Latina. Las entradas de crédito bancario en esta región siguieron siendo significativas, incluso cuando la crisis se extendió rápidamente por toda Asia durante el segundo semestre de 1997. Aunque los derechos de los bancos sobre Brasil disminuyeron a finales de 1997, esta disminución fue breve. De hecho, durante el primer semestre de 1998 el país tuvo un periodo de entradas especialmente intensas de crédito bancario, equivalentes a más de un  $2\%$  del PIB. Estos flujos sólo cambiaron de sentido hacia mediados de año, tras la crisis rusa, por lo que los derechos bancarios vigentes cayeron vertiginosamente durante el segundo semestre. Asimismo, la contracción neta de la emisión de títulos internacionales de deuda latinoamericana sólo afectó a la región en los dos últimos trimestres del año.

Financiación internacional de las economías de mercado emergentes								
	Media 1990–95 <sup>1</sup>	1996	1997			1998		
			1S	3T	4T	1S	3T	4T
En miles de millones de dólares de EE.UU., tasas anuales								
Préstamos bancarios internacionales <sup>2</sup>								
Asia <sup>3</sup>	37	80	74	- 8	-109	-103	-94	-32
de la cual: China	7	13	13	21	- 1	- 6	-25	4
Países en crisis <sup>4</sup>	28	58	49	-39	- 96	- 96	-59	-43
América Latina	1	29	27	43	40	30	-32	-24
de la cual: Argentina	0	5	4	10	12	3	5	-11
Brasil	0	17	13	18	- 1	17	-32	-18
México	0	0	3	- 5	8	2	- 4	6
Europa oriental <sup>5,6</sup>	0	2	4	8	6	7	4	2
Rusia <sup>6</sup>	-2	7	8	17	6	12	-43	- 6
Emisiones netas de títulos de deuda internacionales								
Asia <sup>3</sup>	15	43	40	44	13	10	-15	- 3
de la cual: China	2	2	7	2	1	0	- 4	2
Países en crisis <sup>4</sup>	11	38	28	36	10	7	-16	- 5
América Latina	13	41	48	76	- 3	50	- 1	- 8
de la cual: Argentina	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasil	4	12	15	19	- 6	16	- 8	-12
México	2	13	13	11	- 2	3	0	2
Rusia	0	0	9	5	6	11	25	- 1

<sup>1</sup> Emisiones netas de títulos; 4T 1993–1995. <sup>2</sup> Variación, ajustada para tener en cuenta los movimientos de los tipos de cambio, de los derechos de los bancos declarantes al BPI. <sup>3</sup> Excluidos Hong Kong y Singapur. <sup>4</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. <sup>5</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>6</sup> Sólo se dispone de datos a partir de 1994.

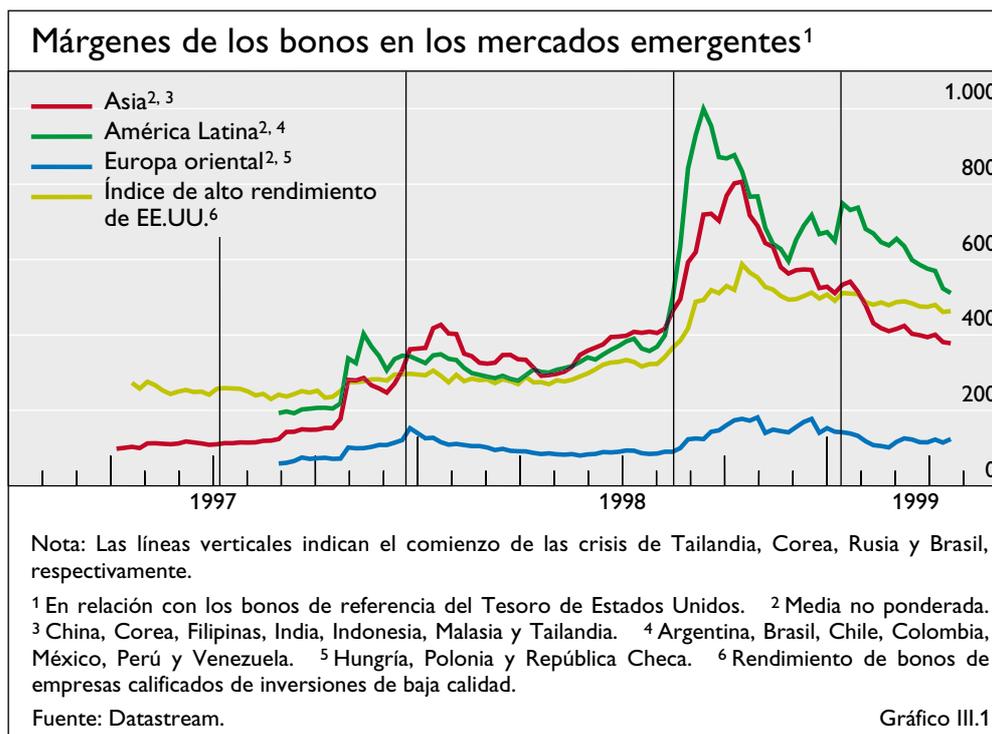
Fuente: BPI. Cuadro III.3

A pesar de su conocida vulnerabilidad, Rusia también continuó atrayendo financiación internacional durante la mayor parte del periodo conducente a su crisis financiera de agosto de 1998. Los préstamos bancarios continuaron siendo tan intensos durante el primer semestre de 1998 como durante 1997, al tiempo que las emisiones de deuda se dispararon. Sin embargo, cuando estalló la crisis en agosto, las entradas se interrumpieron, y los derechos bancarios disminuyeron a un ritmo anualizado de casi 43.000 millones de dólares durante el tercer trimestre. Hacia finales de año, la emisión neta de títulos se había paralizado.

La incertidumbre de los mercados también se reflejó en la notable inestabilidad de los precios de los títulos internacionales. La primera fase de este proceso comenzó a mediados de 1997. Al quedar patente la gravedad de la crisis del sudeste asiático y su poder de contagio, envolviendo a Corea y afectando a Hong Kong y a Taiwán, economías consideradas todas ellas más avanzadas, los márgenes de los títulos internacionales en los mercados secundarios se incrementaron significativamente (gráfico III.1) y la volatilidad aumentó bruscamente (cuadro III.4). Aunque los márgenes no se mantuvieron en los elevados niveles de finales de 1997 y principios de 1998, tampoco volvieron en los meses siguientes a los niveles en los que se encontraban antes de la crisis. Por otra parte, el grado de inestabilidad continuó siendo alto ante

... y en Rusia

Los márgenes de los bonos de los mercados emergentes se amplían y se vuelven más volátiles ...



la inesperada magnitud de la recesión en una gran parte de Asia, el malestar político y social en Indonesia y los crecientes indicios de que algunos países tan dispares y distantes como Chile y Sudáfrica también estaban resultando afectados.

... sobre todo a partir de mediados de 1998

Hacia mediados de 1998, había comenzado una nueva fase de aversión al riesgo más general (analizada más detalladamente en el capítulo V). El anuncio de la moratoria rusa en el servicio de los títulos de deuda nacional, así como en el pago de la deuda de las empresas y de los bancos a los acreedores extranjeros, provocó una crisis de confianza. Los márgenes de los títulos internacionales rusos en los mercados secundarios alcanzaron unos niveles que dejaban de facto a este país fuera del mercado. A principios de octubre, los márgenes de los títulos de la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia y América Latina habían sobrepasado los 800 puntos básicos. Los márgenes de los títulos de empresas estadounidenses de baja calificación, que hasta entonces apenas habían resultado afectados por la crisis de los mercados emergentes, también subieron. Sin embargo, el clima de opinión mejoró cuando el proceso de desendeudamiento en los mercados internacionales estaba próximo a su fin, se anunció un programa de ajuste para Brasil con el respaldo de la comunidad internacional y una serie de recortes de los tipos de interés en Estados Unidos calmó en parte las presiones en los mercados internacionales de bonos. A principios de 1999, los márgenes de rendimiento de los títulos asiáticos se habían reducido de nuevo, situándose en los niveles en que se encontraban antes de la crisis rusa. Los márgenes de los títulos latinoamericanos también cayeron, pero continuaron siendo significativamente más altos que antes de la crisis rusa.

Reducido efecto de la fluctuación del real brasileño

Aunque la devaluación del real brasileño en enero de 1999 fue un importante acontecimiento en la evolución de la crisis de los mercados emergentes,

Media y volatilidad diarias de los márgenes de los bonos de los mercados emergentes*						
	Enero 1997–Junio 1997		Julio 1997–Junio 1998		Julio 1998–Marzo 1999	
	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar
	En puntos básicos					
Asia	104	0,07	268	1,02	542	1,26
América Latina	–	–	289	0,67	664	1,64
Europa oriental	–	–	90	0,20	131	0,30

\* En relación con los bonos de referencia del Tesoro de Estados Unidos. Cuadro III.4

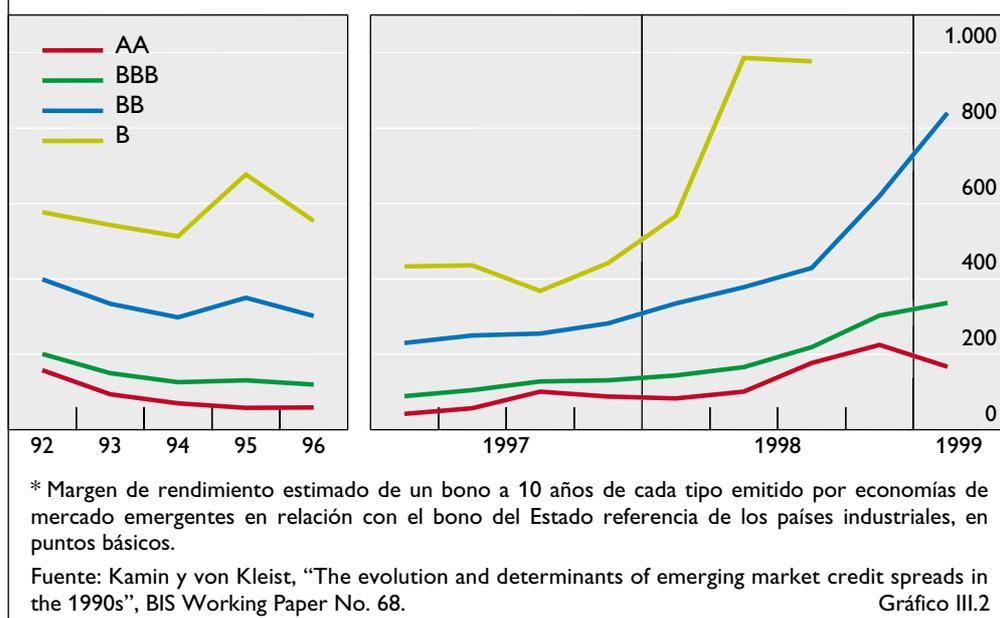
no provocó un nuevo aumento de los márgenes de los bonos. A diferencia de lo que había ocurrido en agosto, Brasil abandonó el sistema de tipos de cambio dirigidos en un momento en el que las posiciones de riesgo, especialmente las de los agentes apalancados, ya se habían ajustado para reflejar el aumento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales. Por otra parte, esta devaluación se previó mejor, ya que se llevó a cabo tras un prolongado periodo de pérdidas de reservas y de crecientes desequilibrios fiscales. La creencia de que probablemente el FMI continuaría ayudando a Brasil incluso después de la devaluación, así como el reconocimiento de que los problemas políticos, sociales y bancarios del país no estaban tan arraigados como los de Rusia, también contribuyeron a que la crisis brasileña influyera menos en la confianza de los inversionistas. Gracias a este reducido contagio, Argentina y México pudieron emitir un notable volumen de títulos de deuda en los mercados financieros internacionales durante el primer trimestre de 1999.

Más allá de este panorama general de grandes oscilaciones en el clima de opinión de los inversionistas, reflejado en los márgenes medios de rendimiento de los mercados secundarios, en los últimos años se observan grandes diferencias entre las opiniones sobre los deudores. El gráfico III.2, que representa los márgenes estimados de las nuevas emisiones de bonos para varias clases de prestatarios de las economías emergentes, muestra algunas tendencias claras. En primer lugar, tras la resolución de la crisis del peso mexicano, se produjo un realineamiento general de los márgenes exigidos a los prestatarios de diferentes perfiles de riesgo, debido principalmente a una reducción de las primas cobradas a los prestatarios de mayor riesgo. La crisis asiática detuvo esta convergencia de los márgenes relativos al obligarse a los prestatarios menos solventes a pagar unos tipos claramente más altos. En cambio, los márgenes se ampliaron poco o nada para los prestatarios mejor valorados en el periodo previo a la crisis rusa. Ésta provocó una revisión general del riesgo, tras la cual incluso los prestatarios más solventes tuvieron que pagar una prima significativamente más alta sobre el tipo de referencia, ya que las consideraciones relacionadas con la liquidez agravaron los efectos de los factores relativos al riesgo crediticio. A principios de 1999, sin embargo, podía observarse un cambio de sentido parcial de este aumento.

En los últimos años, una destacada característica de los movimientos de capitales del sector privado ha sido el rápido ritmo al que han entrado en

Evaluación de los riesgos en los mercados primarios

### Márgenes de los bonos de los mercados emergentes según su calificación\*



Influencia en los movimientos de capitales de los sistemas de tipos de cambio fijos ...

países con una considerable vulnerabilidad estructural o macroeconómica —casi hasta la víspera de una crisis financiera— y el brusco cambio de sentido experimentado posteriormente. En varios casos, la elección del sistema de tipo de cambio ha desempeñado un papel importante. Los programas de estabilización basados en los tipos de cambio pueden distorsionar la conducta tanto de los inversionistas como de los deudores. Los elevados tipos de interés internos que suelen ser necesarios para apoyar un sistema de tipos de cambio fijos animan a los residentes a obtener préstamos en divisas sin cobertura, y a los no residentes, a adquirir activos en moneda nacional. Tanto Brasil como Rusia se caracterizaron durante el primer semestre de 1998 por un sistema de tipos de cambio casi fijos, que constituía el eje de la política macroeconómica, y por unos elevados tipos de interés internos en presencia de un creciente desequilibrio fiscal. En algunas economías asiáticas, se había observado una pauta parecida hasta 1997, con la única salvedad de que fueron los desequilibrios externos los que desempeñaron el mismo papel que los déficit presupuestarios en Brasil y Rusia.

... y de los programas de ayuda oficial

También pueden haber desempeñado un importante papel los grandes programas de ayuda oficial, que comenzaron con la crisis mexicana de 1994/95. Como la financiación oficial permitía a los países hacer frente al pago de los intereses de su deuda, la percepción del riesgo-país se atenuó y empezó a notarse una falsa sensación de seguridad en las decisiones de los bancos e inversionistas internacionales a la hora de conceder préstamos. En particular, llegó a considerarse que los bonos internacionales tenían un reducido riesgo de incumplimiento. A veces, las garantías implícitas o explícitas extendidas, no sólo por los gobiernos de los países deudores, sino también por los gobiernos de los países acreedores, permitían a los bancos restar aún más importancia al riesgo-país y a los riesgos de los créditos.

La profunda repercusión de la crisis rusa en los mercados financieros internacionales parece indicar que los inversionistas revisaron radicalmente los riesgos. En particular, cambió su percepción del riesgo-país cuando se dieron cuenta de que el incumplimiento seguía siendo una opción para los países deudores y de que la ayuda oficial no siempre se daba automáticamente. Es posible que el repentino cambio de sentido que experimentaron los movimientos de capitales durante el segundo semestre de 1998 se debiera a otro complejo elemento. Es posible asimismo que las llamadas al sector privado para que compartiera la carga, que se hicieron oír cada vez más tras las grandes operaciones oficiales de rescate en favor de México y de Asia, indujeran a los acreedores a reducir sus créditos a los países tan pronto como se vislumbró la necesidad de ayuda oficial. Algunos observadores han considerado, de hecho, que la brusca caída que experimentaron durante el tercer trimestre de 1998 los créditos bancarios concedidos a Brasil fue una medida preventiva de los bancos, pues temían que, de lo contrario, se verían obligados a refinanciar los créditos existentes o a conceder otros nuevos en el marco del programa previsto de ajuste del FMI.

Cambio de las percepciones tras la crisis rusa

#### *Evolución del comercio de mercancías*

Los precios de las materias primas sufrieron grandes presiones a la baja en 1997-98 (véase el capítulo II). Los precios del petróleo en dólares cayeron un 30% durante 1998, llevando de nuevo a los productores a intentar recortar la producción en marzo de 1999. Los precios de las demás materias primas exportadas por los países en vías de desarrollo bajaron casi un 15% en 1998,

Entre los factores clave que han influido en el comercio se encuentran la caída de los precios de las materias primas ...

Influencia de los precios de las materias primas en algunas economías						
	Exportaciones de materias, en % del total de exportaciones	Ingresos generados por las materias primas, en % de los ingresos del Estado	Variación de las exportaciones de materias primas, en % del PIB	Variación de los ingresos fiscales generados por las materias primas, en % del PIB	Pro memoria:	
					Variación de las reservas <sup>1</sup>	Variación del tipo de cambio <sup>2</sup>
	1997		1998			
<b>Petróleo</b>						
Arabia Saudí	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0
Indonesia	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4
México	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3
Nigeria	98	63	-8,0 <sup>3</sup>	- 0,9	-13,9	- 1,3
Rusia <sup>4</sup>	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8
<b>Cobre</b>						
Chile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9

<sup>1</sup> Variación porcentual de las reservas de divisas. <sup>2</sup> Variación porcentual del tipo de cambio (dólar de EE.UU./moneda local). <sup>3</sup> PIB convertido en dólares de EE.UU. utilizando la media del tipo oficial y del tipo de mercado libre. <sup>4</sup> Petróleo crudo solamente.

Fuentes: FMI; IFI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.5

Destino de las exportaciones de las economías de mercado emergentes en 1998					
	Unión Europea	Japón	Otros países asiáticos	Estados Unidos	América Latina
% de las exportaciones totales					
Asia	16	10	38	22	3
<i>de la cual:</i> China y Hong Kong	15	10	40 <sup>1</sup>	23	3
Países en crisis <sup>2</sup>	15	11	37 <sup>1</sup>	20	3
América Latina	14	3	4	46	22
<i>de la cual:</i> Argentina	17	3	9	7	50
Brasil	24	4	7	18	29
Chile	24	14	19	15	22
México	4	1	1	82	7
Europa oriental <sup>3</sup>	64	1	2	4	1
Rusia	33	3	8	7	3

<sup>1</sup> Comprende el comercio entre los propios países.   <sup>2</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.  
<sup>3</sup> Hungría, Polonia y República Checa.  
Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.6

la mayor bajada registrada en las dos últimas décadas. Aunque el descenso de los precios de las materias primas también supuso un cierto alivio, ya que bajaron los precios de importación, la relación de intercambio de la mayoría de los países en vías de desarrollo empeoró significativamente el año pasado: entre un 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en América Latina y más de un 9% en Oriente Medio y un 10% en África.

En muchos países, los bajos precios de las materias primas agravaron la difícil situación económica y financiera. El cuadro III.5 muestra hasta qué punto dependen Indonesia, México, Nigeria, Rusia, Arabia Saudí y Venezuela del petróleo para sus ingresos fiscales y sus ingresos por exportaciones. El cuadro también muestra la dependencia chilena del cobre, cuyo precio expresado en dólares cayó más de un 30% durante el segundo semestre de 1997. Los ingresos generados por las exportaciones de materias primas predominan a menudo en la balanza comercial, y la mayor parte de los ingresos del Estado depende de la producción y la venta de una sola materia prima. En varios casos, las pérdidas relacionadas con los precios de las materias primas vinieron a sumarse a unos desequilibrios externos y fiscales ya considerables, que en el clima reinante de incertidumbre de los inversionistas a veces resultaron difíciles de financiar y presionaron sobre los tipos de cambio. Por ejemplo, en Arabia Saudí tanto el déficit por cuenta corriente como el déficit presupuestario aumentaron hasta representar un 9% del PIB el año pasado. El riyal árabe saudí sufrió grandes presiones a mediados de 1998 y a principios de 1999, debido en parte a estos crecientes desequilibrios y a las perspectivas —entonces negativas— de los precios del petróleo.

... la débil demanda japonesa de importaciones ...

Otro factor clave que influyó en la evolución del comercio el año pasado fue la debilísima demanda japonesa de importaciones. Aunque la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia ha conseguido desarrollar una pauta regional de exportaciones bastante equilibrada, la importancia de

Determinantes del comercio			
	Variación cíclica <sup>1</sup>	Variación de los precios <sup>2</sup>	Crecimiento de las exportaciones netas <sup>3</sup>
Asia			
China	- 1,7	3,7	0,8
Países en crisis <sup>4</sup>	-15,5	-36,2	28,0
América Latina			
Argentina	- 0,6	10,8	0,8
Brasil	- 2,9	- 0,5	8,9
México	- 0,3	16,0	7,6

<sup>1</sup> Variación de las tasas de crecimiento del PIB real entre 1996 y 1998. <sup>2</sup> Variación del tipo de cambio efectivo real entre 1996 y 1998. <sup>3</sup> Diferencia entre el crecimiento del volumen de exportaciones y el del volumen de importaciones en 1998. <sup>4</sup> Media ponderada de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, utilizando ponderaciones basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1990.

Cuadro III.7

Japón como destino final de sus exportaciones y como motor del comercio intrarregional probablemente ha constituido un importante obstáculo para una rápida recuperación de su comercio y para el crecimiento de su producción en general (cuadro III.6). En cambio, en los países de América Latina y Europa oriental los mercados de exportaciones estuvieron más dinámicos.

Por último, las crisis financieras de Asia durante el segundo semestre de 1997 transformaron los determinantes subyacentes del comercio de mercancías. Muchas economías asiáticas se caracterizaron el año pasado por una recesión sin precedentes y un considerable aumento de la competitividad, a diferencia de lo ocurrido en otras economías de mercado emergentes, en las que las condiciones cíclicas apenas variaron y los tipos de cambio efectivos reales subieron (cuadro III.7). Los efectos-renta, precio y sustitución debidos a estos cambios hicieron que las balanzas comerciales asiáticas variaran bruscamente y que probablemente continúen variando, dados los cambios de la competitividad y de las posiciones cíclicas provocados por las crisis más recientes de Rusia y Brasil.

... y los grandes cambios de la situación del ciclo económico y de los precios

## Adjuste a la crisis en Asia

### *Evolución reciente*

La crisis financiera general provocó una grave recesión en Asia (cuadro III.8). El año pasado, la producción descendió un 8 1/2% en las cinco economías afectadas por la crisis, disminución sin precedentes en más de 40 años. Las economías menos afectadas por la tormenta financiera, como Singapur y Taiwán, atravesaron un periodo de crecimiento excepcionalmente bajo, al tiempo que la fructífera defensa del tipo de cambio del dólar de Hong Kong se consiguió a expensas de una brusca contracción de la producción.

Profundas recesiones ...

La gravedad de la crisis de 1998 fue evidente en muchos otros aspectos. En la mayoría de los países, la demanda interna se hundió. El gasto en inversión fija cayó, ya que las empresas se encontraron con un exceso de capacidad y trataron de sanear sus balances, que se habían vuelto insostenibles por el

... y contracciones de la demanda

excesivo peso del endeudamiento. Por ejemplo, en Corea la inversión fija disminuyó más de un cuarto el año pasado. El gasto de consumo también se redujo significativamente, al empeorar las perspectivas de renta en un clima de ajustes de plantilla, recorte de los costos y deflación de los precios de los activos.

El desempleo  
aumenta ...

El desempleo, que hasta la crisis había sido un mero complemento natural de unas economías dinámicas y en rápida transformación, aumentó, alcanzando unos niveles especialmente dolorosos en una situación en la que el sistema de protección social estaba poco desarrollado. En Corea, la tasa de desempleo aumentó al 8½% a principios de 1999, mientras que en 1997 era del 3% solamente, y en Hong Kong se duplicó, alcanzando el 6%.

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1991-96	1997	1998	1991-96	1997	1998	Media 1991-96	1997	1998
	Variación porcentual anual						En porcentaje del PIB		
Asia <sup>1</sup>	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
China	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hong Kong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 <sup>2</sup>	-3,5 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>
India	5,5	5,1	5,8	9,7 <sup>3</sup>	5,2 <sup>3</sup>	7,1 <sup>3</sup>	- 1,2	-1,7	- 2,4
Corea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapur	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwán	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Filipinas	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Indonesia	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malasia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Tailandia	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
América Latina <sup>1</sup>	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentina	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasil	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Chile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Colombia	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
México	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Europa oriental <sup>1</sup>	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Hungria	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Polonia	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
República Checa	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Rusia	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 <sup>4</sup>	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Arabia Saudí	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Israel	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
África	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 <sup>5</sup>	-4,7 <sup>5</sup>	-15,3 <sup>5</sup>
Sudáfrica	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Nota: Los datos de 1998 son estimaciones en algunos casos.

<sup>1</sup> Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1990. <sup>2</sup> Balanza de bienes y servicios, excluidas las rentas de los factores. <sup>3</sup> Precios al por mayor. <sup>4</sup> 1993-96. <sup>5</sup> En porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.

El giro de la balanza comercial mostró de manera especialmente clara los bruscos ajustes que estaban produciéndose en las economías nacionales. El cuadro III.9 muestra la compresión que experimentó la demanda de importaciones en la mayoría de las economías asiáticas y que sobrepasó el 30% en Indonesia, Corea y Tailandia. El valor de las exportaciones también disminuyó, aunque mucho menos que el de las importaciones, debido principalmente a los bajos precios de exportación de las materias primas y de los bienes manufacturados, de los cuales había un exceso de oferta. También contribuyeron al estancamiento las perturbaciones de la producción, las dificultades de financiación del comercio y, como se ha señalado antes, la pauta geográfica del comercio asiático. Sin embargo, el aumento de la competitividad elevó algo el volumen de exportaciones. Estas tendencias del comercio de mercancías generaron considerables superávits comerciales en los casos en los que antes había grandes déficits. El cambio de sentido equivalía a una cuarta parte o más del comercio de mercancías en los países afectados por la crisis.

La crisis de la economía real se acompañó, en general, de la desaparición de las burbujas especulativas que habían afectado a los precios de los activos. Los precios de las acciones de la mayoría de las economías, expresados en

... y la balanza comercial experimenta un superávit

Deflación de los precios de los activos

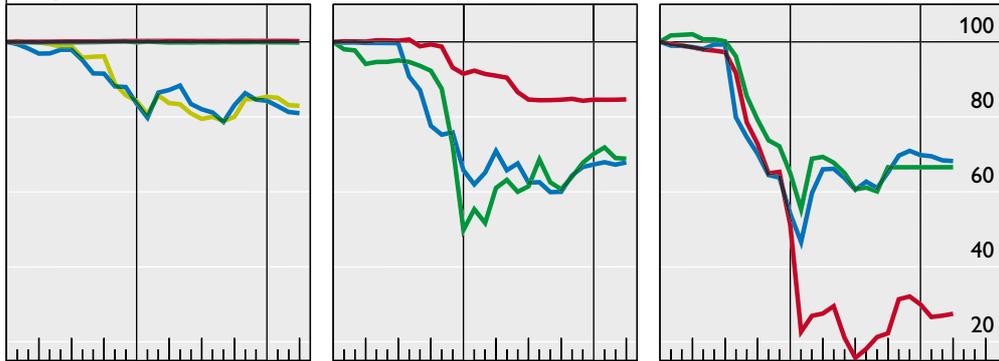
Evolución del comercio de mercancías en Asia y América Latina							
	Crecimiento de las exportaciones <sup>1</sup>			Crecimiento de las importaciones <sup>1</sup>			Variación de la balanza comercial de 1998, en % del nivel medio de comercio <sup>2</sup>
	Media 1990-96	1997	1998	Media 1990-96	1997	1998	
	En porcentaje						
<b>Asia</b>							
China	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	- 1,3	1,6
Hong Kong	13,9	4,1	- 7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
India	11,3	3,6	- 4,1	9,8	9,7	2,9	- 6,8
Corea	11,3	5,0	- 2,2	14,1	- 3,8	-35,5	42,7
Singapur	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwán	7,9	5,3	- 9,3	10,2	11,8	- 8,4	- 1,6
Filipinas	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Indonesia	12,3	7,3	- 8,8	15,0	- 2,9	-34,4	25,4
Malasia	17,8	0,7	- 6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Tailandia	16,0	3,3	- 5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
<b>América Latina</b>							
Argentina	14,6	10,8	- 1,7	33,2	28,1	3,1	- 4,8
Brasil	5,1	10,9	- 3,5	17,7	16,6	- 7,4	5,0
Chile	10,4	10,8	-12,0	14,3	10,4	- 4,5	- 7,5
Colombia	9,6	8,8	- 7,0	17,0	12,4	- 0,5	- 5,6
México	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	- 6,9
Perú	8,4	15,5	-15,8	21,5	8,3	- 4,6	- 7,7
Venezuela	9,5	0,4	-25,3	6,1	45,6	17,2	-48,6

<sup>1</sup> Variación porcentual anual de los valores de las exportaciones/importaciones, expresados en dólares de EE.UU. <sup>2</sup> Media de las exportaciones y las importaciones de mercancías.  
Fuentes: FMI; IFI; datos nacionales.

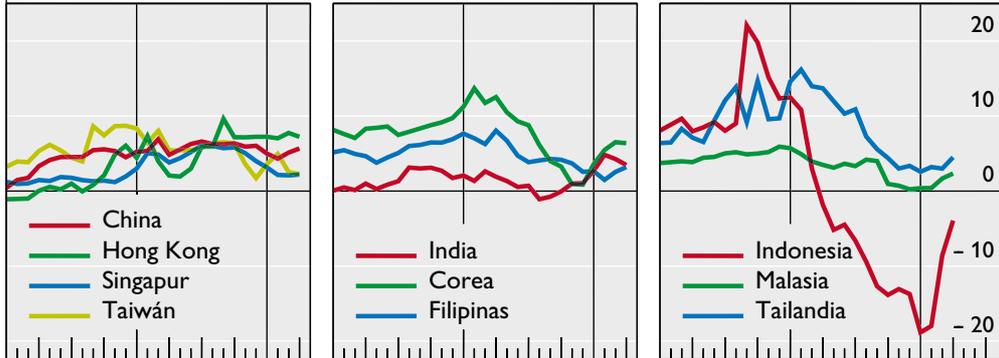
Cuadro III.9

## Evolución de los mercados financieros en Asia

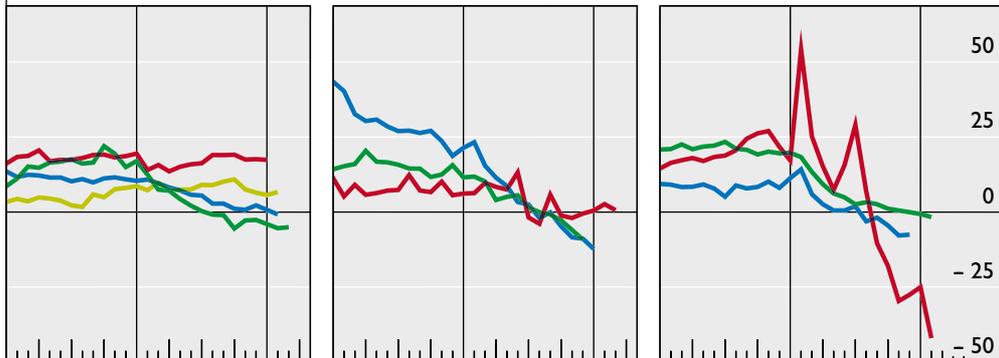
### Tipos de cambio<sup>1</sup>



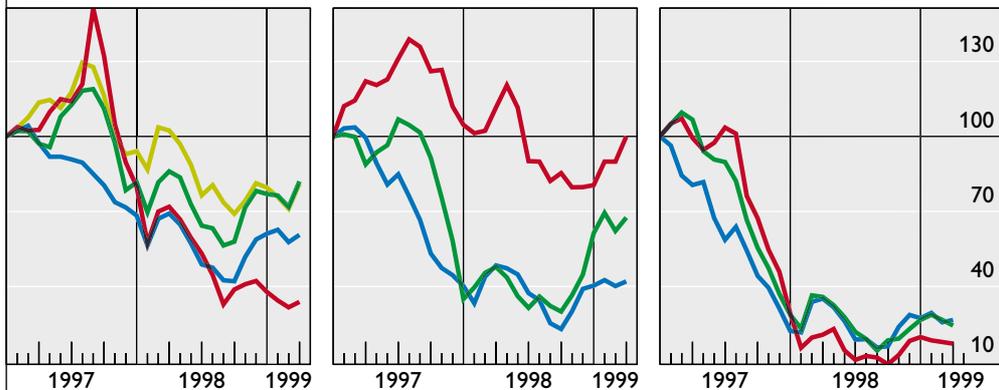
### Tipos de interés reales<sup>2</sup>



### Crecimiento del crédito en términos reales<sup>3</sup>



### Precios de las acciones<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Dólares de EE.UU. por unidad de moneda nacional, diciembre 1996 = 100. <sup>2</sup> Tipos de interés a tres meses deflactados por la tasa anual de inflación, en porcentaje. <sup>3</sup> Variaciones anuales del crédito interno al sector privado deflactadas por la tasa anual de inflación, en porcentaje. <sup>4</sup> En dólares de EE.UU., diciembre 1996 = 100.

Gráfico III.3

dólares, habían bajado a principios de septiembre de 1998 a menos de la mitad del máximo alcanzado en 1997, ya que los inversionistas habían abandonado los mercados locales de valores y la rentabilidad de las empresas había caído (gráfico III.3). También experimentaron correcciones espectaculares los precios de la propiedad inmobiliaria (cuadro III.10). Al disminuir la demanda de propiedad inmobiliaria, cuya oferta era elevada y a menudo creciente, sus precios y sus valores de alquiler bajaron casi ininterrumpidamente el año pasado. Las observaciones preliminares inducen a pensar que esta situación se mantenía a principios de 1999.

En esta situación de profunda recesión, el crédito bancario al sector privado se evaporó durante 1998. A finales de año, estaba disminuyendo rápidamente en Indonesia, Filipinas y Tailandia, y en menor medida en Hong Kong y Corea. En Malasia, su crecimiento siguió siendo positivo durante 1998, aunque muy inferior al objetivo que había marcado el gobierno, pero a principios de 1999 también comenzó a disminuir.

A pesar de este panorama sombrío en general, hubo algunas tendencias más positivas, sobre todo desde mediados de 1998. En primer lugar, a finales de 1998 se observaron algunos indicios de que la contracción económica estaba llegando a su fin, cuando pareció que la brusca disminución de la producción industrial tocaba fondo, salvo en Indonesia (gráfico III.4). En Corea, donde se introdujeron decisivos ajustes en la política económica para hacer frente rápidamente a la crisis, la producción industrial llegó incluso a aumentar en el último trimestre del año pasado y las predicciones para 1999 tendieron a revisarse al alza a partir de finales de 1998. El pequeño resurgimiento del comercio exterior observado en varias economías a finales de 1998 reforzó la impresión de que se había contenido la crisis. Los precios de las acciones se recuperaron considerablemente en los últimos meses del año.

El segundo factor positivo fue la reacción sorprendentemente débil de la inflación a la depreciación de los tipos de cambio en una gran parte de la región asiática. En Malasia, Corea, Filipinas y Tailandia, el tipo de cambio se depreció

Contracción del crédito bancario

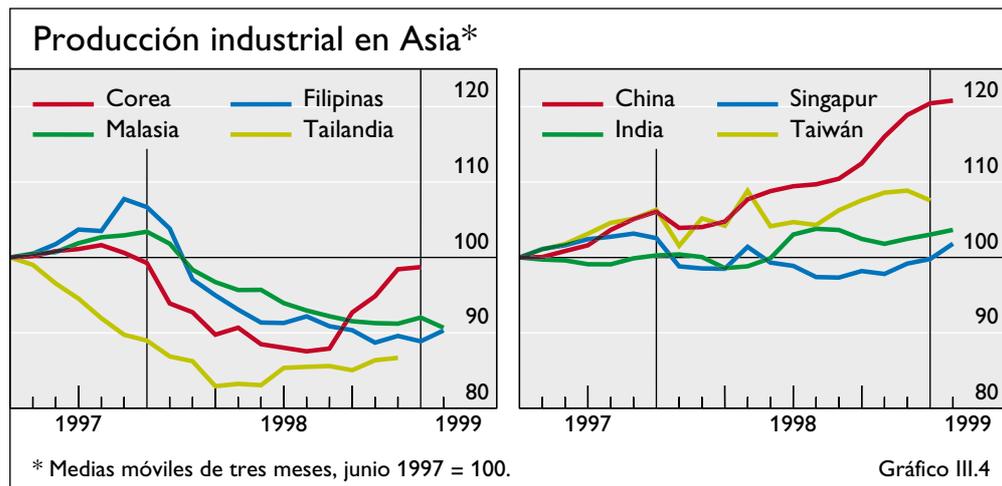
Entre los factores más positivos se encuentran las tendencias recientes de la producción industrial ...

... la limitada respuesta de la inflación a la depreciación ...

Indicadores de los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades de Asia						
	Tasas de desocupación de las oficinas		Variación* de los valores de alquiler de las oficinas a finales de 1998 en relación con		Variación* de los valores de alquiler de las tiendas al por menor a finales de 1998 en relación con	
	Diciembre 1997	Diciembre 1998	1997	3T 1998	1997	3T 1998
Cifras del final del periodo, en porcentaje						
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Hong Kong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapur	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9
Yakarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0

\* En moneda local.  
Fuente: Jones Lang LaSalle.

Cuadro III.10



alrededor de un 60% entre mediados de 1997 y mediados de 1998, pero la inflación de los precios de consumo sólo aumentó como máximo a un 10% en cada uno de estos países. Incluso en Indonesia, el aumento de la inflación fue significativamente menor que la tasa de depreciación de la moneda. Como ya se explicó en el informe anual del año pasado, la escasa repercusión de la devaluación en los precios se debió en gran parte a la atonía de la demanda, a la flexibilidad de los costos laborales y a las presiones a la baja sobre los precios procedentes de las grandes existencias de bienes sin vender o de propiedad inmobiliaria.

... y la estabilización de los tipos de cambio

Es posible que otra importante causa del modesto aumento de la inflación fuera la creciente impresión de que no duraría la brusca depreciación de las monedas registrada durante el segundo semestre de 1997 y a principios de 1998. De hecho, los tipos de cambio de la mayoría de las monedas asiáticas con respecto al dólar se estabilizaron y se recuperaron algo a finales de año. Dado que los tipos de cambio no volvieron a los niveles en que se encontraban antes de la crisis y la inflación se detuvo, en Malasia, Filipinas y Tailandia se preservó alrededor de la mitad del aumento de la competitividad conseguido tras la crisis de mediados de 1997. En Corea, el won se apreció considerablemente en términos reales, aunque no llegó a alcanzar los niveles registrados justo antes de que estallara la crisis asiática. La mejora de la posición competitiva de la mayor parte de Asia permite esperar que se recuperen las exportaciones, siempre que la demanda sea suficientemente elevada en los mercados clave.

#### *Desarrollo de la crisis y orientación de la política económica*

Al retornar la estabilidad a los mercados de divisas durante el año pasado, cobraron más peso los argumentos a favor de una suavización de la política monetaria y fiscal, no sólo para fomentar la demanda interna, sino también para facilitar la reestructuración de los bancos y las empresas.

Suavización de la política monetaria ...

La suavización de la política monetaria se tradujo en casi todos los países en un considerable descenso de los tipos de interés a corto plazo, que en muchos casos retornaron a los niveles previos a la crisis. Se abrió un debate sobre la posibilidad de suavizar aún más la política monetaria. A principios de 1999, los tipos de interés reales a corto plazo de muchas economías aún eran

considerablemente positivos, a pesar de que la actividad continuaba siendo débil y de que una suavización de la política monetaria podría haber facilitado la reestructuración del sistema bancario (véase más adelante). Una importante consideración tenida en cuenta en muchos países fue la posibilidad de que una suavización excesivamente rápida erosionara la sensación de estabilidad en el mercado de divisas recién lograda. Además, como los ingresos por intereses constituyen una parte importante de la renta personal en muchas de las economías asiáticas de elevado ahorro, un brusco recorte de los tipos de interés podía debilitar la confianza de los hogares. Por último, dada la gravedad de la crisis y las perturbaciones causadas a la estructura de la economía y al proceso de intermediación financiera, era difícil saber cómo afectaría a la economía real la reducción significativa de los tipos de interés ya observada a principios de 1999.

La adopción de medidas fiscales más suaves fue otra característica común el año pasado. En algunas economías asiáticas, las administraciones públicas presentaron un considerable déficit en 1998 (cuadro III.11). Los objetivos fiscales que debían cumplir los países que seguían los programas de ajuste del FMI también se suavizaron considerablemente: al principio, Indonesia, Corea y Tailandia se marcaron el objetivo de mantener el equilibrio presupuestario de su administración central en 1998, pero hacia mediados de año se empezó a tolerar un déficit del 3–8% del PIB. Evidentemente, la aparición de déficit presupuestarios se debió en gran medida a la profunda recesión, ya que la suavización discrecional de la política fiscal tendió a ser relativamente pequeña. De hecho, algunos gobiernos tuvieron incluso dificultades para aumentar el gasto hasta los niveles previstos en los programas revisados. Dada la tradición de dura disciplina fiscal y bajo endeudamiento del sector público de la mayoría de las economías, un déficit relativamente elevado probablemente esté justificado durante un periodo limitado. Aun así, dados los costos fiscales que entraña la extensa reestructuración del sector empresarial y financiero, es posible que sea necesario reducir los déficit a medio plazo y que el apoyo cíclico directo a la economía siga siendo modesto.

Aunque Hong Kong y Malasia compartieron la orientación general de la política fiscal y monetaria observada en casi toda la región, el año pasado también adoptaron algunas medidas menos convencionales. En 1997 y 1998, los mercados de acciones y de divisas de Hong Kong experimentaron en varias ocasiones fuertes presiones simultáneas, que comenzaron a considerarse cada vez más como una manifestación de la manipulación del mercado más que como un signo de debilitamiento de variables fundamentales. Según las autoridades, a mediados de 1998 los inversionistas intentaron una “doble estrategia especulativa”, tomando considerables posiciones cortas tanto en acciones como en dólares de Hong Kong. Dado el régimen de caja de conversión de Hong Kong, las consiguientes presiones a las que se vio sometido el tipo de cambio provocaron una subida de los tipos de interés internos, generando así beneficios especulativos al bajar los precios de las acciones como consecuencia de ello. Para hacer frente a esa estrategia, en agosto las autoridades realizaron grandes compras oficiales (que ascendieron a alrededor de 15.000 millones de dólares de Estados Unidos, lo que representaba un 6%

... y de la política fiscal

Intervención en el mercado de acciones de Hong Kong

Balances presupuestarios en las economías de mercado emergentes <sup>1</sup>				
	Superávit (+)/déficit (-)			Pagos de intereses
	Media 1994-96	1997	1998 <sup>2</sup>	1998 <sup>2</sup>
En porcentaje del PIB				
Asia				
China	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Corea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Hong Kong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesia	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Malasia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapur <sup>3</sup>	13,2	9,6	16,4	2,4
Tailandia	2,3	-0,7	-2,4	0,7
América Latina				
Argentina	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasil	-2,4 <sup>4</sup>	-4,3 <sup>4</sup>	-7,5 <sup>4</sup>	8,0
Chile	2,2	1,9	0,4	0,7
Colombia	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
México	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Perú	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

<sup>1</sup> Las definiciones del sector público varían de unos países a otros. En el caso de China, los datos se refieren al presupuesto del Estado; en el de Corea y Hong Kong, a las administraciones públicas consolidadas; en el de Brasil, Malasia y México, al sector público; en el de Argentina, al sector público no financiero; en el de Chile, Colombia, Perú, Singapur, Tailandia y Venezuela, a las administraciones públicas. <sup>2</sup> Algunas cifras son estimaciones. <sup>3</sup> Los elevados pagos de intereses de Singapur reflejan la emisión de deuda pública, principalmente con el fin de desarrollar el mercado local de bonos y crear títulos de referencia. <sup>4</sup> Concepto operacional, es decir, excluido el componente de inflación de los pagos de intereses sobre la deuda interna.

Fuentes: FMI; IFI; datos nacionales.

Cuadro III.11

de la capitalización del mercado en ese momento) en los mercados de acciones y de futuros. Esta intervención dio como resultado una suavización de los tipos de interés y una estabilización de los precios de las acciones. Para disipar los temores sobre el mantenimiento del enfoque tradicional de libre mercado, las autoridades se comprometieron a gestionar su cartera de acciones con prudencia y a venderlas gradualmente. Por otra parte, en septiembre tomaron algunas medidas para reducir tanto la volatilidad de los tipos de interés como la susceptibilidad de los mercados financieros locales a las manipulaciones.

Control de  
capitales en Malasia

Malasia vinculó el ringgit al dólar de Estados Unidos en septiembre de 1998, para facilitar la suavización de la política macroeconómica, e introdujo rigurosos controles (modificados a principios de 1999), para frenar las salidas de capitales y limitar las transacciones extraterritoriales en moneda nacional. Esta medida le costó a Singapur una cuarta parte de su volumen de transacciones bursátiles y una considerable cantidad de sus operaciones en divisas. Se suavizaron, además, algunas reglamentaciones prudenciales sobre la clasificación de los préstamos. También fueron poco convencionales las instrucciones dadas a los bancos para que aumentaran sus préstamos un 8% durante 1998.

La adopción por parte de Malasia de controles de capitales ha relanzado el debate sobre si es prematuro o no liberalizar totalmente estos movimientos en la mayoría de las economías de mercado emergentes. En particular, en los últimos años han aumentado los partidarios de que se adopten medidas para frenar la entrada de capitales a corto plazo, hasta que se fortalezcan suficientemente los mercados, las instituciones y el marco regulador. Las medidas para contener las entradas de capitales pueden ser útiles, sobre todo cuando se llevan a cabo mediante instrumentos basados en el mercado, como los coeficientes de reservas que gravan más las entradas a corto plazo. Si están bien concebidas, pueden contribuir a evitar un rápido crecimiento de los préstamos internos y la burbuja de los precios de los activos que suele acompañarlo y permitir al mismo tiempo que se mantenga una actitud liberal hacia las entradas a largo plazo, como la inversión extranjera directa.

Mucha menos aceptación tiene la imposición de controles sobre las salidas de capitales, sobre todo cuando ya existe un régimen más liberal. Un argumento frecuente a favor de esos controles es que pueden dar a las autoridades el margen de maniobra necesario para formular y poner en práctica programas de ajuste, que podrían ayudar a restablecer la confianza de los inversionistas. El argumento contrario es que también puede abusarse de los controles, ya sea para mantener durante demasiado tiempo una política económica incorrecta, o para retrasar la reestructuración de un sector financiero débil. Por otra parte, la eficacia de los controles de las salidas de capitales disminuye a medida que se encuentran y se explotan las lagunas existentes. Para taparlas, a menudo se ponen en marcha unos controles cada vez más complejos y generales, hasta el punto de que puede verse seriamente perjudicada la actividad económica útil. Otro aspecto contraproducente de los controles sobre las salidas es que pueden transmitir señales negativas que reduzcan las entradas de capitales en un momento crítico. Si esta pérdida de confianza afecta a las economías vecinas con problemas parecidos (pero que no han adoptado restricciones), pueden ser especialmente perjudiciales para ellas. Por último, es probable que la pérdida potencial de confianza y de credibilidad de la política económica que pueden entrañar los controles sobre las salidas eleve el costo de los préstamos internacionales durante mucho más tiempo de lo que dura la crisis.

Peligros de la imposición de controles sobre las salidas

### *China y la India*

Los dos países asiáticos más poblados han resultado menos afectados por la crisis en la que se han visto sumidos los demás países de la región, debido en gran parte a que están muy aislados de los mercados financieros mundiales. No obstante, la crisis ha puesto de manifiesto algunos aspectos vulnerables y ha empeorado la situación económica y financiera.

Por lo que se refiere a China, según las estadísticas oficiales, el año pasado el crecimiento de la producción fue algo inferior al 8%, que se había fijado como objetivo. Sin embargo, diversos indicadores mostraron una desaceleración de la tendencia de la actividad, que aún no aparecía en las estadísticas sobre la producción agregada: el desempleo aumentó; las crecientes existencias de bienes sin vender presionaron los precios a la baja; la producción de energía

En China el crecimiento ha sido cercano al objetivo, pese a los indicios de debilitamiento

disminuyó casi un 4%, debido en parte a la débil demanda de las empresas; el crecimiento de las importaciones y de las exportaciones se redujo, y la rentabilidad de las empresas públicas empeoró. Para hacer frente a la desaceleración, durante el segundo semestre del año se incrementó el gasto del sector público. Se aceleró el gasto en infraestructura, se indujo a las empresas públicas a aumentar sus inversiones y a los bancos estatales a expandir sus préstamos para infraestructura y vivienda. Se adoptó una política monetaria más expansiva, bajándose los tipos de interés y tomándose medidas para estimular los préstamos bancarios.

Estabilidad del tipo  
entre el yuan y el  
dólar

Las autoridades mantuvieron su política de estabilizar el yuan frente al dólar de Estados Unidos. Pensaban que había varias razones convincentes para adoptar esta postura. La balanza comercial y la balanza por cuenta corriente mostraban considerables superávits, y las reservas internacionales eran abundantes y estaban respaldadas por una amplia serie de restricciones sobre los movimientos de capitales. Por otra parte, se pensaba que existían grandes riesgos de nuevos ataques especulativos contra el dólar de Hong Kong, y se extendió el temor a que una devaluación provocara una nueva ronda de devaluaciones competitivas tanto en la región como fuera de ella. Sin embargo, al mismo tiempo parece que han aumentado las salidas de capitales y las importaciones no registradas, ya que la diferencia entre el aumento que experimentaron las reservas de divisas el año pasado (5.000 millones de dólares) y el superávit por cuenta corriente (20.000 millones) más las entradas de inversión extranjera directa (alrededor de 40.000 millones), fue mucho mayor que en los dos años anteriores.

Preocupación por  
el sector financiero

La crisis financiera de la región también puso de manifiesto la fragilidad del sistema financiero de China. La presencia de un gran volumen de préstamos improductivos en los grandes bancos estatales, así como de unos mercados de títulos insuficientemente regulados y supervisados, parecía cada vez más clara en los últimos años y había inducido a los prestamistas extranjeros a ser más precavidos durante 1998. A finales de ese año, se cerró una sociedad de inversiones que tenía considerables deudas externas. Contrariamente a lo que se esperaba, las autoridades centrales no se consideraron obligadas a devolver la deuda externa no declarada de la sociedad. Aunque esta decisión elevó el costo de los empréstitos en el extranjero, también puso de manifiesto que las autoridades eran conscientes de las implicaciones de riesgo moral de una política de garantías indiscriminadas de la deuda externa. Por otra parte, se formularon programas para reestructurar los bancos estatales, así como para endurecer la reglamentación y la supervisión prudenciales. Sin embargo, el hecho de que se recurra continuamente a estos bancos para estimular la actividad, plantea inevitablemente algunos dilemas a las autoridades.

La India

La economía de la India se caracterizó el año pasado por un continuo y elevado crecimiento. La inflación se aceleró y el déficit por cuenta corriente continuó siendo significativo, debido a los débiles resultados de las exportaciones. El déficit de la administración central sobrepasó el 6% del PIB. Las enormes presiones ejercidas por este desequilibrio fiscal en el ahorro interno, unidas a la falta de recursos financieros en otras partes del sector público,

continuaron siendo un obstáculo para la actividad del sector privado. Para sanear las cuentas públicas, en marzo de 1999 el gobierno anunció una estrategia a medio plazo de ajuste presupuestario, a la que el banco central respondió suavizando su política monetaria, y, ante la crisis financiera regional, también endureció la reglamentación prudencial de los bancos. Sin embargo, la reforma financiera aún está incompleta, al igual que la reforma estructural llevada a cabo en algunas otras áreas importantes.

#### *Reestructuración de la banca y de las empresas*

Al agravarse las dificultades económicas y financieras el año pasado, algunos sistemas bancarios asiáticos se vieron sometidos a enormes tensiones. A finales de 1998, los préstamos improductivos sobrepasaban el 10% —en Indonesia y Tailandia representaban el 45%— del total, y casi todos los bancos de los países afectados por la crisis sufrieron considerables pérdidas.

El costo macroeconómico de una crisis bancaria y de su resolución suele ser muy alto. Los costos fiscales de las crisis bancarias producidas a principios de la década de 1990 fueron desde un 4% (Noruega y Suecia) hasta un 17% (Venezuela) del PIB, a pesar incluso de que en la mayoría de estas crisis bancarias el porcentaje de préstamos improductivos fue muy inferior al registrado ahora en Asia. Hay dos aspectos importantes para evaluar el costo macroeconómico de una crisis bancaria. El primero es el grado en que puede preservarse la confianza del público en sus instituciones bancarias. La pérdida de confianza puede inducir a los depositantes a retirar sus activos y reducir así el nivel de intermediación financiera y la eficiencia con que pueden asignarse los recursos. Si se transfieren activos al extranjero, puede estallar una crisis monetaria o agravarse si ya existe. En Argentina se produjo en 1995 una pérdida temporal de confianza en el sistema bancario nacional, la cual obligó a introducir grandes ajustes en la política económica, que, a su vez, contribuyeron a una considerable contracción económica. En Indonesia, un pánico bancario complicó la contención de la crisis a finales de 1997.

El segundo aspecto importante es el grado de contracción del crédito durante la crisis. Dado el papel fundamental que desempeña éste en la actividad económica, sobre todo en Asia, donde es muy elevado en relación con el PIB, una brusca disminución de los préstamos puede producir considerables efectos macroeconómicos. Incluso en un sistema bancario sólido, la demanda de crédito bancario disminuiría como respuesta lógica a la falta de oportunidades de inversión tras un periodo de expansión. Sin embargo, esta contracción del crédito es más grave cuando los bancos han acumulado grandes carteras de préstamos improductivos concedidos para financiar grandes inversiones en activos reales, como en Asia. Si los bancos cierran, incluso los prestatarios solventes pierden “su” banco, y normalmente tienen dificultades para conseguir créditos en otros. Si los bancos se mantienen a flote, es probable que apliquen unos criterios más rigurosos para conceder préstamos y que los racionen, lo cual reducirá aún más la demanda agregada, causando problemas incluso mayores a los prestatarios y a los bancos. Tras las crisis bancarias anteriores, el crédito bancario real se redujo a la mitad en dos años en México y más de un 20% en Finlandia y Suecia. Como se ha señalado antes,

El costo de una crisis bancaria depende de ...

... la confianza de los clientes de los bancos ...

... y del grado de contracción del crédito

el año pasado el crédito bancario en términos reales comenzó a contraerse en todas las economías afectadas por la crisis.

Papel potencial de una suavización de la política monetaria

Una rápida contracción del crédito en una crisis bancaria lleva a preguntarse qué puede hacer la política monetaria para contrarrestarla. Una suavización de la política monetaria reduciría los tipos de interés a corto plazo y probablemente elevaría la pendiente de la curva de rendimientos, lo cual mejoraría la situación estimulando la demanda y ampliando los márgenes netos de intereses de los bancos. En Estados Unidos se adoptó con éxito esta estrategia a principios de los años 90. Sin embargo, en las pequeñas economías abiertas de Asia puede ser peligroso suavizar la política monetaria aun más de lo que se ha hecho hasta ahora, ya que una política monetaria demasiado suave puede desestabilizar de nuevo los mercados de divisas. Por otra parte, unos tipos de interés muy bajos reducen notablemente los costos de mantener los préstamos fallidos, lo cual puede atenuar las presiones para que se reestructure realmente el sector financiero.

Reestructuración y recapitalización de los bancos en Asia

En Asia, se han tomado durante los dos últimos años varias iniciativas de reestructuración y recapitalización para hacer frente a las graves crisis bancarias. Las fases iniciales de estos programas de reestructuración presentan algunas características comunes. En primer lugar, para impedir las retiradas masivas de depósitos, las autoridades se han visto obligadas a extender garantías que cubrían los depósitos bancarios y a crear sistemas explícitos de garantía de depósitos. La segunda característica ha sido la modificación del marco regulador. Se han endurecido las disposiciones prudenciales, si bien en algunos casos (Malasia y, en menor medida, Tailandia) se han hecho algunas concesiones temporales para ayudar a los bancos a resolver sus graves problemas financieros.

En la mayoría de los países afectados por la crisis, se han establecido, además, sociedades de gestión de activos para que se hagan cargo de una parte de la cartera de préstamos improductivos de las instituciones financieras. Esta medida se ha tomado frecuentemente para reducir la creciente aversión de los bancos a conceder nuevos préstamos a medida que aumentaba su preocupación por la gestión de las deudas incobrables. Se han adoptado diversas estrategias, que van desde intentar deshacerse rápidamente de los activos sujetos a riesgos hasta el intento de evitar la liquidación total. La primera estrategia se ha seguido en Tailandia y la segunda en Malasia.

Por último, el temor a que el cierre forzoso de un banco provocara una oleada sistémica de insolvencias bancarias y agravara el problema del racionamiento del crédito, explica por qué a principios de 1999 eran relativamente pocos los bancos que se habían dejado quebrar. Al contrario, se han tomado medidas para recapitalizar y fusionar bancos. Durante el último año y medio se han adoptado diversos planes de recapitalización, subordinados a menudo a la participación de los accionistas o a la mejora de la eficiencia operativa y a un cambio de la dirección. En los casos necesarios, algunos bancos en dificultades han pasado a ser temporalmente propiedad del Estado. También se han fomentado las absorciones de bancos débiles por bancos mayores y menos débiles (como en Corea y Tailandia), aunque, dadas las proporciones sistémicas de las crisis bancarias, muchas veces ha resultado

muy difícil encontrar un comprador adecuado. Las autoridades también se han vuelto mucho más favorables a las absorciones por bancos extranjeros. En varios países, como Indonesia y Tailandia, se han reducido o eliminado totalmente las restricciones que les impedían hacerse con el control de bancos nacionales.

En la mayoría de los países, los planes para resolver los problemas de los bancos se han complementado con iniciativas para ayudar a las empresas viables a reestructurar sus operaciones y hacer frente a los intereses de su deuda, que han sido mucho más onerosos dada la disminución de sus flujos de caja. Sin embargo, a principios de 1999 muchos de estos programas aún se encontraban en fase de elaboración, debido en parte a que los debilitados acreedores no estaban dispuestos a hacer concesiones. Donde más progresos se han realizado ha sido en Corea, país en el que el gobierno y los cinco mayores chaebol (conglomerados) firmaron a finales de 1998 un acuerdo en el que prometían racionalizar y especializar más sus operaciones y reducir su deuda. Sin embargo, estas promesas aún no se han puesto en práctica.

Iniciativas de reestructuración de las empresas

## La crisis financiera rusa y su repercusión en Europa oriental

Las dificultades para controlar las cuentas públicas, el creciente ritmo de emisión de deuda pública a corto plazo, el descenso de los precios de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio real, pusieron cada vez más en duda la capacidad de Rusia para pagar los intereses de su deuda a finales de 1997 y durante el primer semestre de 1998. Como consecuencia de ello, el tipo de cambio sufrió repetidos ataques, a los que las autoridades respondieron subiendo sucesivamente los tipos de interés hasta situarlos en un 150% a finales de mayo, aun cuando la inflación seguía siendo inferior a un 10%. Para reforzar la estabilidad del rublo, que había sido uno de los ejes de la política monetaria durante algunos años, en julio se ofreció a Rusia una ayuda financiera internacional durante dos años de casi 23.000 millones de dólares, de los cuales 4.800 millones fueron otorgados inmediatamente por el FMI. Sin embargo, como el Parlamento se oponía firmemente a que se tomara medidas enérgicas para elevar los ingresos, resultó difícil llevar a cabo el programa de ajuste. Al ser muy altos los tipos de interés reales, los costos de los intereses de la deuda pública absorbieron casi la mitad de los ingresos del Estado (gráfico III.5). Las pérdidas de reservas continuaron, y el intento de prolongar el vencimiento a muy corto plazo de la deuda pública negociable fracasó, quedando por financiar casi 20.000 millones de dólares de deuda en rublos a corto plazo antes de fin de año. Los precios de las acciones registraron, además, nuevos mínimos, los tipos de interés internos seguían siendo altos y los márgenes de los eurobonos rusos alcanzaron los 2.000 puntos básicos.

Fases de la crisis rusa

Ante los crecientes problemas de financiación interna y externa, las autoridades rusas anunciaron un cambio radical de política a mediados de agosto de 1998. Entre las principales medidas se encontraban la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio y su abandono posterior, la suspensión de las transacciones de letras del Tesoro, así como una reestructuración

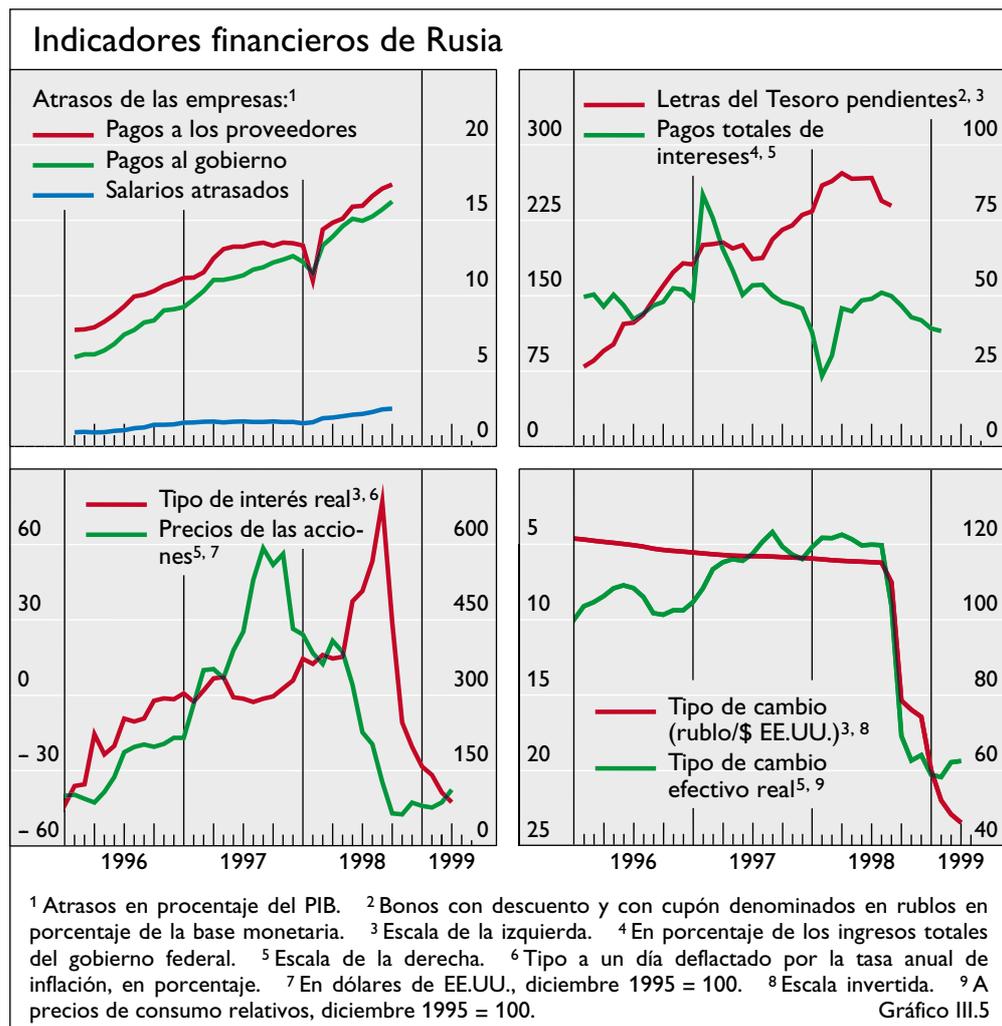
Respuestas de las autoridades

obligatoria de la deuda pública, y una moratoria de 90 días en la devolución de la deuda de las empresas y de los bancos a los acreedores extranjeros. La impresión de que se habían alterado fundamentalmente las reglas del juego entre los deudores y los acreedores provocó una reacción de una intensidad inesperada en los mercados financieros internacionales (analizada en el capítulo V).

El gobierno trató de sortear las secuelas de la crisis de agosto mediante medidas administrativas abolidas en el pasado. Impuso grandes restricciones sobre las operaciones en el mercado de divisas, financió el déficit público cada vez más por medio de créditos directos del banco central y obligó a los exportadores a ceder el 75% de sus ingresos por exportaciones. El vulnerable sector bancario se mantuvo a flote por medio de créditos directos del banco central, pero el organismo previsto para la recapitalización de los bancos no llegó a entrar nunca en funcionamiento. Las empresas, al no poder acceder a los préstamos bancarios, se vieron obligadas a recurrir aún más a sus propios recursos financieros, a retrasar los pagos y a utilizar el trueque. También se bloquearon muchos depósitos bancarios.

Repercusiones  
en la economía ...

La crisis y la incompleta respuesta de las autoridades produjeron efectos opuestos en el crecimiento y en la inflación. La producción medida cayó un



9% en el último trimestre de 1998, situando su nivel en la mitad aproximadamente de la cifra de 1989, mientras que la inflación se disparó hasta alcanzar el 100% a principios de 1999. La demanda de importaciones soportó la carga del ajuste, disminuyendo más de la mitad, en dólares, durante el último trimestre de 1998. Como las materias primas continúan siendo el principal componente del comercio de mercancías de Rusia, el volumen de exportaciones apenas reaccionó a la devaluación del rublo, mientras que los precios de exportación se vieron afectados por la caída de los precios de las materias primas.

A finales de 1998, Rusia no estaba efectuando los pagos de su deuda en moneda extranjera de más de 100.000 millones de dólares heredada de la Unión Soviética (se estima que la deuda contraída tras el desmantelamiento de la URSS es de otros 60.000 millones de dólares), mientras que la prima de los eurobonos rusos seguía siendo alta, impidiendo, de hecho, al país acceder a los mercados internacionales de capitales. A finales de marzo de 1999, Rusia y el FMI reanudaron sus negociaciones sobre un programa destinado a ayudar al país a hacer frente al pago de los intereses de la deuda en 1999, de una cifra estimada de 17.500 millones de dólares. Dado que las reservas oficiales de divisas habían descendido a 6.500 millones de dólares a finales de marzo, se hicieron más insistentes las peticiones de anulación —no de mera reestructuración— de una parte de la deuda soviética heredada.

En la raíz de la crisis rusa se halla una serie de carencias fundamentales, que no se han resuelto suficientemente en el proceso de transición iniciado en 1992. En primer lugar, Rusia no ha sido capaz de crear algunos de los pilares esenciales de una economía de mercado. El marco institucional necesario para la aplicación legal de los contratos privados y para la existencia de una verdadera competencia es aún rudimentario. En la economía real, la reforma estructural ha sido incompleta. A diferencia de lo ocurrido en otras economías en transición, como Polonia, se han creado pocas empresas medianas dinámicas que impulsen el crecimiento, al tiempo que la creación de grandes grupos financieros o industriales ha tendido a consolidar las viejas estructuras. Los progresos realizados en la privatización tampoco han ido acompañados de unos sistemas sólidos de gestión de las empresas. La fuga de capitales, debida en parte a la liquidación de activos, ha sido elevada desde el comienzo de la transición. La movilidad del trabajo ha continuado siendo escasa, y las diferencias de renta han fomentado el descontento social.

La segunda carencia importante ha sido la hacienda pública. Los déficit del gobierno federal representaron, en promedio, un 7½% del PIB en el periodo 1992–98. Aún no se ha establecido un sistema justo y eficiente de recaudación de impuestos, al tiempo que la relación entre los impuestos y el gasto del gobierno federal y de los estados ha seguido siendo oscura. Por otra parte, al acumular atrasos, el gobierno ha contribuido a que todos los sectores de la economía hagan lo mismo (gráfico III.5). Los problemas existentes en el terreno fiscal han constituido con frecuencia un gran obstáculo para la formulación y la aplicación de los programas del FMI.

Por último, no se ha fomentado en grado suficiente el papel de la intermediación financiera en la economía real. Los bancos han recurrido a los rendimientos generados por el arbitraje financiero creado por la continua

... y en la financiación externa

Entre las carencias básicas se encuentran una reforma estructural incompleta ...

... una hacienda pública poco sólida ...

... y la limitada intermediación financiera

devaluación del rublo (hasta 1998) o por las grandes adquisiciones de títulos del Estado de alto rendimiento (desde 1993, en que se estableció el mercado de deuda pública). Estos títulos se han financiado frecuentemente por medio de préstamos en divisas, dejando a los bancos con grandes posiciones en descubierto en divisas. En cambio, los préstamos concedidos al sector privado han seguido siendo muy modestos —alrededor de un 15% del PIB—, por lo que no se ha creado una cultura del crédito. Por otra parte, la mayoría de los bancos rusos no ha desarrollado su capacidad para captar depósitos. De hecho, muchos fueron creados por grandes empresas con el fin explícito de acceder de manera relativamente fácil a un crédito barato del banco central. Como cabía esperar, el uso interno del rublo apenas ha crecido, mientras que la dolarización ha continuado siendo una importante característica de la economía.

La repercusión  
financiera en  
Europa oriental  
sólo es  
temporal ...

La crisis rusa ha tenido una repercusión notable, aunque breve, en los mercados financieros de Europa oriental. Como los grandes inversionistas extranjeros, especialmente los fondos de inversión, liquidaron una gran parte de su cartera de acciones de Europa oriental, las bolsas de la región cayeron, al tiempo que la mayoría de las monedas sufrieron presiones. En Hungría, país que tenía el mercado de capitales más desarrollado y más líquido, los precios de las acciones cayeron un 45% entre finales de julio y finales de septiembre, lo que anuló todas las ganancias de los dos años anteriores. La caída del mercado de acciones fue menos espectacular en otros países: la participación extranjera en los mercados polaco y eslovaco siempre había sido relativamente pequeña, y los extranjeros ya habían reducido su cartera de acciones checas a finales de 1996. Como los precios se recuperaron a partir de octubre de 1998, los mercados de acciones de Europa oriental mostraron pocas pérdidas en el año en su conjunto. La repercusión en el costo y en el volumen de movimientos de capital privado también fue escasa. En comparación con lo ocurrido en otras economías de mercado emergentes, los márgenes de los bonos de Europa oriental aumentaron relativamente poco: menos de 100 puntos básicos en el caso de la República Checa, Hungría y Polonia (gráfico III.1). No obstante, la subida de los tipos y la reducción del crédito asfixiaron a los gobiernos y obligaron a algunas grandes empresas del sector privado a renunciar temporalmente a pedir préstamos directos en otros países. Sin embargo, el flujo de crédito bancario internacional no cambió de sentido (cuadro III.3) y las emisiones de títulos de deuda internacional prosiguieron a un ritmo modesto.

La tormenta financiera que estalló tras la crisis rusa debilitó el forint húngaro y el zloty polaco, que habían sufrido presiones al alza. Antes de la crisis, la entrada de fondos a corto plazo había llevado al zloty cerca del límite superior de su banda de fluctuación, y el forint había sufrido presiones parecidas. Al detenerse la apreciación real de las monedas como consecuencia de la crisis, disminuyó la preocupación por la pérdida de competitividad externa. En octubre, el zloty había retornado al centro de su banda de fluctuación, por lo que el banco central abandonó la idea de endurecer los controles cambiarios. Algunos países de la región respondieron a la tormenta financiera subiendo los tipos de interés a corto plazo, pero las repercusiones

en los tipos de interés internos a largo plazo fueron reducidas. Una vez que retornó la estabilidad, los bancos centrales de Polonia y de la República Checa procedieron a recortar los tipos de interés, como habían planeado.

El reducido contagio de la crisis rusa demuestra hasta qué punto los países de Europa oriental han reorientado sus vínculos comerciales y financieros hacia Europa occidental, así como los progresos que han realizado en la transición a una economía de mercado moderna. El comercio exterior de Europa oriental ha sufrido una importante transformación: actualmente cerca de dos tercios de sus exportaciones tienen como destino la Unión Europea, mientras que sólo un 5% va a Rusia. La exposición financiera de los bancos de Europa oriental en Rusia también es reducida. De hecho, éstos no sufrieron presiones ni vieron cómo bajaban los precios de sus acciones en relación con los de otras empresas cuando la región fue sacudida por la tormenta financiera a mediados del año pasado. Gracias al éxito de la transición, las tasas de crecimiento han sido altas tanto en Hungría como en Polonia en los últimos años. En cambio, en la República Checa la necesidad de llevar a cabo una mayor reestructuración en el sector empresarial y financiero tendió a reducir la actividad el año pasado. Aunque la inflación sigue siendo más alta en Europa oriental que en los países de la Unión Europea, ha disminuido ininterrumpidamente. Por otra parte, Hungría y Polonia han tratado de reforzar su sistema bancario, aceptando en parte un aumento de la competencia extranjera. Gracias en parte a los progresos realizados en la transición, se han iniciado las conversaciones con varios países de Europa oriental para su entrada en la Unión Europea.

No obstante, quedan algunas vulnerabilidades. Los considerables déficit presupuestarios y por cuenta corriente continúan siendo un importante motivo de preocupación para muchas economías en transición. A pesar de los avances realizados en varios países, las instituciones bancarias siguen siendo frágiles, como lo refleja su baja calificación internacional. Los mercados financieros son aún inmaduros, y es necesario reforzar aún más la supervisión. Por último, el sistema de protección social continúa estando poco desarrollado.

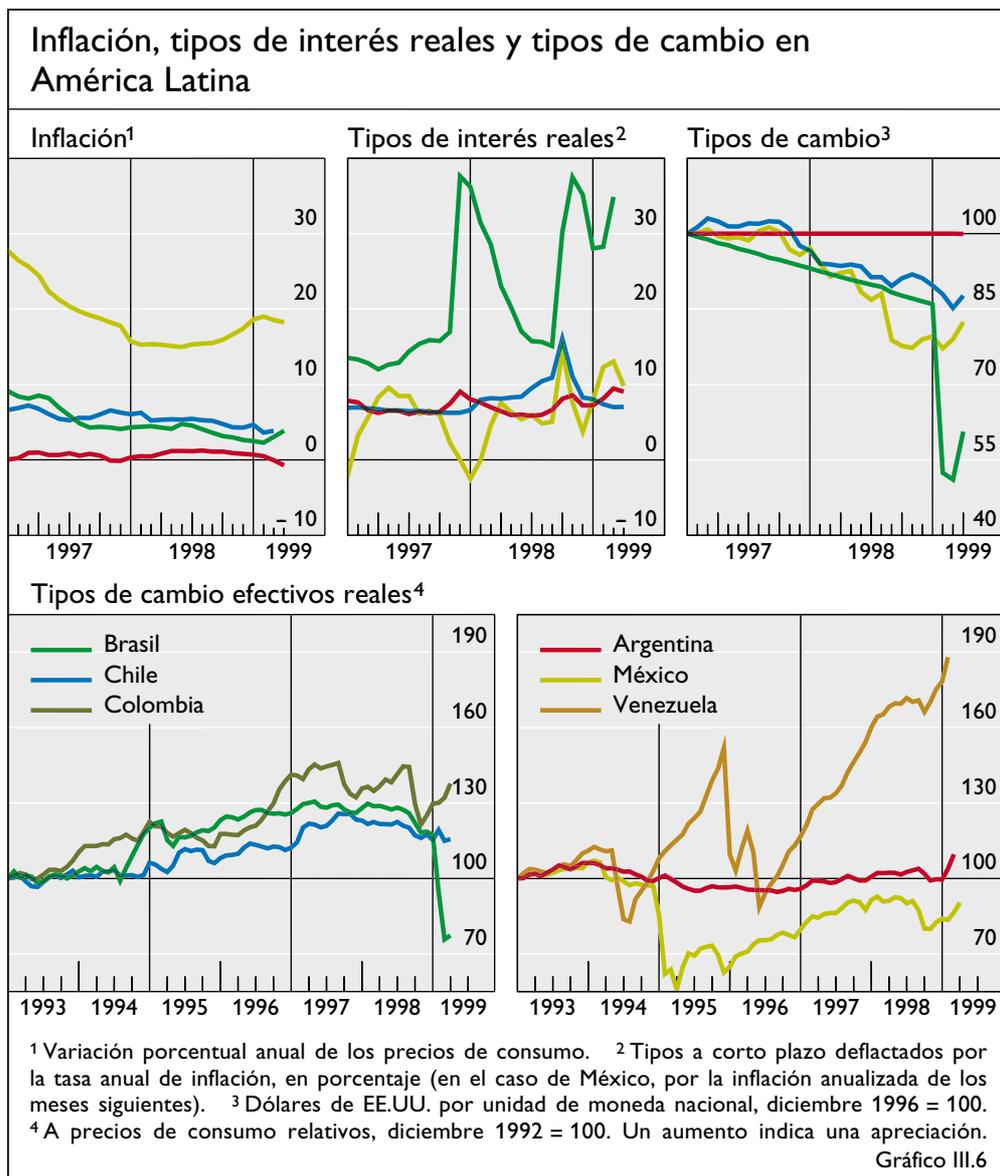
... ya que se han producido cambios fundamentales

Quedan algunas vulnerabilidades

## Evolución en América Latina

Aunque América Latina había sido capaz de continuar atrayendo considerables movimientos de capitales tras la crisis asiática, algunas de sus dificultades subyacentes inducen a pensar que era vulnerable a las tormentas financieras. En primer lugar, su balanza externa ha sido débil en los años recientes. El año pasado, el déficit comercial y el déficit por cuenta corriente aumentaron de nuevo bruscamente en casi todos los países. Una importante causa de la enorme discrepancia entre el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones durante la mayor parte de la década de 1990, ha sido la continua apreciación del tipo de cambio real en muchos países (gráfico III.6). Recientemente, la región también ha tenido que hacer frente a los bajos precios de las materias primas, al tiempo que la contracción económica de Asia ha producido otro efecto negativo en las exportaciones de algunos países. La segunda causa de la vulnerabilidad es la baja tasa de ahorro de la región, que ha obligado a recurrir en gran medida a la financiación externa. Por último,

Las dificultades subyacentes de América Latina ...



algunos países han tenido dificultades para contener sus déficit públicos. Las cuentas públicas de muchos países se deterioraron aún más el año pasado, debido en parte a los bajos precios de las materias primas, los elevados tipos de interés y la desaceleración del crecimiento.

... han sido puestas al descubierto por la tormenta financiera

La crisis de confianza que estalló en los mercados internacionales a mediados de 1998 agravó estas dificultades. Inmediatamente después, se evaporó casi por completo la financiación externa, cayeron los precios de los bonos latinoamericanos negociados en el mercado internacional y los de las acciones, al tiempo que varias monedas sufrieron grandes presiones. Los países que tenían un elevado déficit presupuestario (como Brasil y Colombia) o presentaban una situación política incierta (Venezuela), fueron los más afectados. En respuesta a la tormenta financiera, se introdujeron grandes ajustes en la política económica de la región, comenzando por una contracción monetaria. Las perspectivas de crecimiento empeoraron rápidamente, y en el último trimestre del año el crecimiento anual del PIB se volvió negativo, en comparación con la cifra de cerca del 3% del primer semestre.

Algunas de las economías más pequeñas de la región también sufrieron desastres naturales (debidos a El Niño y al huracán Mitch). En Ecuador, las perturbaciones negativas se agravaron por la ausencia de medidas para hacer frente a los problemas del desequilibrio fiscal y a los problemas del sector bancario. La insuficiente respuesta de las autoridades impidió, a su vez, el acceso a la ayuda financiera de la comunidad internacional.

### *La crisis brasileña*

La crisis asiática puso de relieve algunos importantes desequilibrios macroeconómicos de la economía de Brasil. El Plan Real lanzado a mediados de 1994, aunque consiguió una inflación de un dígito, dependía extraordinariamente del mantenimiento de unos elevados tipos de interés reales para contener el fuerte crecimiento de la demanda interna. Estos altos tipos de interés contribuyeron, a su vez, a que aumentara el déficit público (excluida la repercusión de la inflación en los pagos de intereses), pasando de una media del 2,4% del PIB en 1994–96 a cerca del 8% en 1998 (cuadro III.11). Sin embargo, el deterioro fiscal también se debió a una caída del superávit primario de un 2% del PIB en 1994–96 a una situación cercana al equilibrio en 1998. Por otra parte, en las fases iniciales del Plan Real se registró una considerable apreciación de la moneda, que contribuyó a aumentar el déficit por cuenta corriente.

Estos desequilibrios provocaron una primera oleada de grandes presiones sobre el tipo de cambio tras los acontecimientos ocurridos en Asia a finales de 1997. Las autoridades respondieron con un brusco endurecimiento de la política monetaria y el anuncio de medidas fiscales para reducir el déficit en una cuantía equivalente al 2% del PIB durante 1998. Los elevados tipos de interés y el relajamiento de las restricciones sobre la cuenta de capital provocaron nuevas y grandes entradas de capitales a principios de 1998, lo que permitió reponer las reservas internacionales (gráfico III.7). El banco central anunció, además, que adoptaría gradualmente un sistema de tipos de cambio más flexibles durante los años siguientes. En cambio, el ajuste fiscal prometido resultó difícil de lograr, dado que las medidas claves sólo pudieron aplicarse tras la aprobación del Congreso.

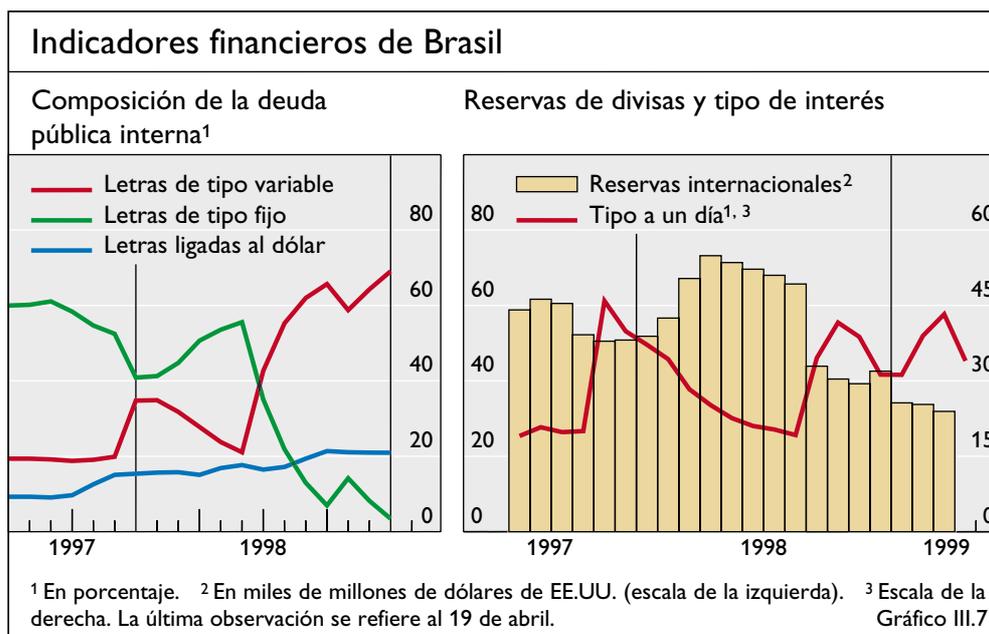
El cese de los pagos de Rusia tuvo una profunda repercusión en Brasil. Aunque el contagio se debió principalmente a las debilidades fiscales y a la vulnerabilidad externa, la enorme venta de bonos internacionales brasileños (en particular, los muy líquidos bonos Brady), posiblemente para hacer frente a las demandas de cobertura suplementaria exigidas en otros países, contribuyó significativamente a la transmisión de la tormenta financiera. Cuando los inversionistas que tenían títulos públicos internos de rendimiento relativamente bajo vendieron estos títulos para comprar los bonos internacionales brasileños de mayor rendimiento, las salidas de capital se aceleraron.

Las presiones se contuvieron mediante varias medidas. En primer lugar, se ofrecieron más incentivos a los titulares de deuda pública interna en forma de garantías de tipos de interés y de tipos de cambio, para impedir que se produjeran ventas de esta deuda en gran escala. El profundo cambio de la composición de la deuda pública, que había comenzado poco antes de los acontecimientos ocurridos en Rusia, prosiguió: las letras del Tesoro

Desequilibrios macroeconómicos en Brasil

Respuesta inicial de las autoridades a finales de 1997

Contención de la crisis a finales de 1998



tradicionales de tipo fijo se sustituyeron por letras de tipo variable y vinculadas al dólar (gráfico III.7). En segundo lugar, las autoridades realizaron cuantiosas intervenciones en el mercado de divisas. Es posible que la variación neta de las reservas internacionales subestime el grado de intervención, ya que la privatización del sistema de telecomunicaciones se acompañó de grandes entradas de capitales hacia mediados de año, y el apoyo al tipo de cambio también se llevó a cabo por medio de operaciones extracontables en los mercados de futuros y a plazo. Por último, las autoridades monetarias subieron extraordinariamente los tipos de interés.

Tras las elecciones presidenciales de octubre, se anunció un programa de ayuda patrocinado por el FMI, que estipulaba que los desembolsos iban a realizarse en gran medida en la fase inicial y que dependía de la implantación de un extenso ajuste fiscal. Se acordó una ayuda de unos 41.500 millones de dólares. El FMI aportó 18.000 millones, mientras que el Banco Mundial y el BID contribuyeron con 4.500 millones cada uno. También se ofreció al banco central una línea de crédito de 13.300 millones de dólares, coordinada por el BPI y respaldada por los bancos centrales de 19 países industriales, así como una línea de crédito paralela de 1.250 millones de dólares abierta por las autoridades japonesas. El acuerdo con el FMI y el primer desembolso realizado a principios de diciembre sólo mejoraron algo las perspectivas. Los márgenes de la deuda internacional de Brasil continuaron siendo altos y las salidas de capitales prosiguieron. Dentro del país, la negativa del Congreso a aprobar una serie de medidas fiscales cruciales y, más tarde, la falta de compromiso de algunos importantes Estados con el proceso de ajuste fiscal, también pusieron en duda la eficacia de la austeridad fiscal.

A principios de 1999, aumentaron las presiones, debido posiblemente a una moratoria parcial declarada por el gobierno de un Estado, y las autoridades abandonaron el sistema de tipos de cambio existente desde hacía muchos años. El gobierno intentó llevar a cabo una devaluación limitada y controlada, contando con dos factores positivos: en primer lugar, el país había devaluado

Ajuste fiscal y ayuda financiera oficial

Se deja fluctuar el real brasileño ...

teniendo un gran volumen de reservas de divisas y un programa de ayuda ya en marcha; y en segundo lugar, el sector empresarial y el bancario no estaban tan expuestos como los asiáticos, ya que habían cubierto sus posiciones para protegerse de una variación repentina de los tipos de interés y de los tipos de cambio. Sin embargo, un importante punto débil era la vulnerabilidad del déficit público a la devaluación y a los tipos de interés altos, debido al elevado volumen de letras del Tesoro vinculadas al dólar y de tipo variable, así como la posición corta del banco central en los mercados cambiarios de futuros y a plazo. Al final, el real se depreció un 40% en los dos meses siguientes a la adopción del sistema fluctuante.

Tras la devaluación, dos cuestiones suscitaron especial preocupación. En primer lugar, el cociente entre la deuda interna y el PIB podía explotar si los tipos de interés y el pago de los intereses de la deuda no disminuían de nuevo. Para disipar el temor a una dinámica inestable de la deuda y evitar así un círculo vicioso de continuas presiones a la baja sobre la moneda y de presiones al alza sobre los tipos de interés, en marzo de 1999 se anunció la adopción de rigurosas medidas en el terreno fiscal. Además de las medidas ya acordadas con el FMI en noviembre, se propusieron una mayor austeridad fiscal y nuevas subidas de los impuestos para situar el superávit primario del sector público en más de un 3% del PIB en 1999.

El segundo motivo de preocupación era la respuesta de la inflación a la depreciación nominal. Como la experiencia ha mostrado que en América Latina la inflación es muy sensible a las variaciones de los tipos de cambio, se esperaba que el incremento de los precios en Brasil fuera grande y rápido. Sin embargo, una serie de factores relacionados entre sí limitó el aumento inmediato de la inflación. En primer lugar, el empeoramiento de la recesión contuvo las presiones sobre los precios. Segundo, la desregulación de la economía se había intensificado desde principios de los años 90 y se recurría significativamente menos a los mecanismos de indicación. Por último, a pesar de las claras implicaciones negativas para las cuentas públicas, las autoridades optaron por endurecer aún más la política monetaria para contribuir a restablecer la confianza. Se permitió que los tipos de interés a un día subieran de algo menos de un 30% a finales de 1998 al 45% a principios de marzo, con el fin de frenar o de invertir el debilitamiento del tipo de cambio y limitar así su repercusión en la inflación y en las expectativas inflacionistas. Al final, el tipo de cambio se fortaleció, lo que permitió al banco central comenzar a bajar los tipos de interés a finales de marzo. Por otra parte, parecía que la inflación mensual había alcanzado un máximo del 1,3% en marzo. Al mejorar lentamente el clima de opinión, el país recuperó el acceso a los mercados internacionales. En abril se lanzó con éxito una emisión de 2.000 millones de dólares de bonos soberanos, a pesar de que el margen de rendimiento seguía siendo considerable.

#### *Contagio en otras economías latinoamericanas*

En 1998, Argentina realizó nuevos progresos en el ajuste presupuestario y en el fortalecimiento del sector bancario. Gracias a un firme compromiso con el régimen de caja de conversión de la moneda, la inflación de precios de

... lo cual plantea la cuestión de la carga que suponen los intereses de la deuda ...

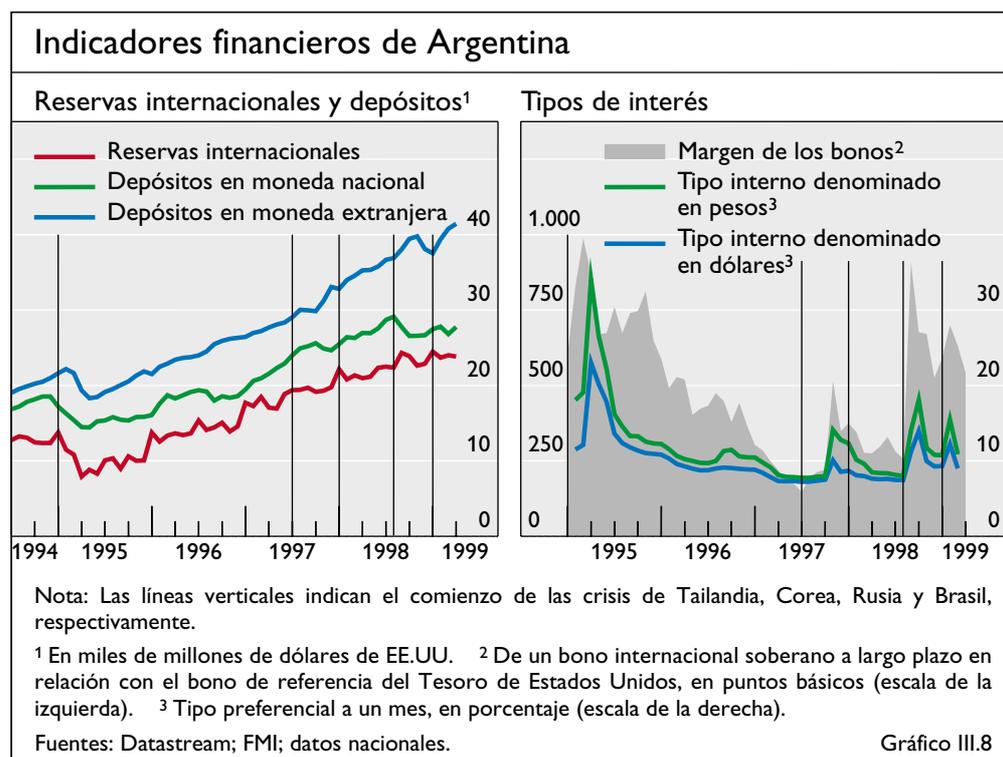
... y la contención de la respuesta de la inflación

Repercusión en Argentina a través del comercio ...

consumo fue inferior a un 1%. Sin embargo, el crecimiento anual del PIB disminuyó bruscamente, pasando de más de un 7% a principios de 1998 a un  $-1/2\%$  a finales de año, y el déficit por cuenta corriente alcanzó el  $4 1/2\%$  del PIB. Aunque la economía argentina es relativamente cerrada, la recesión económica de la región, en particular la de Brasil, que absorbe una tercera parte de las exportaciones de Argentina, redujo la actividad en varias industrias, incluido el sector automovilístico. Los ajustes de los tipos de cambio realizados dentro de Mercosur aumentaron aún más las presiones competitivas que sufría la industria argentina, lo que hizo que fuera aún más importante fomentar la flexibilidad en los mercados de trabajo y de bienes, como alternativa a recurrir a los ajustes de los tipos de cambio.

... y de las variables financieras

Algunos indicadores sugieren que Argentina se ha vuelto en los últimos años algo más resistente a las tormentas financieras de otras economías de mercado emergentes (gráfico III.8). A diferencia de lo ocurrido tras la crisis del peso mexicano, sus reservas internacionales apenas se vieron afectadas por la tormenta de Asia, Rusia y Brasil. Los depósitos bancarios, que cayeron un 13% en los tres meses siguientes a la crisis mexicana, crecieron sistemáticamente hasta agosto del año pasado. No obstante, la crisis rusa sí repercutió significativamente en Argentina. Tras ella, los depósitos denominados en pesos cayeron un 9%, mientras que los denominados en dólares crecieron aún más, lo que induce a pensar que aumentó en alguna medida la percepción del riesgo cambiario. Por otra parte, los márgenes de los bonos soberanos internacionales aumentaron durante un breve periodo, hasta alcanzar niveles similares a los observados después de la crisis mexicana. Los tipos de interés a corto plazo tanto en pesos como en dólares también subieron considerablemente. Cuando se dejó flotar el real brasileño, tanto los márgenes como los tipos de



interés volvieron a sufrir presiones temporalmente, manteniéndose por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis rusa. No obstante, a pesar de estos elevados márgenes, Argentina fue capaz de retornar a los mercados mundiales de capitales a principios de 1999 con mayor rapidez que después de las crisis anteriores.

El clima de incertidumbre impulsó a las autoridades a anunciar que podrían considerar la posibilidad de dolarizar la economía para aumentar la confianza en su compromiso de mantener la estabilidad de la moneda. Esa medida plantea varias cuestiones. Si se considera irreversible, la dolarización tendría la consecuencia inmediata de eliminar la prima relacionada con el riesgo cambiario (medida por medio de la diferencia de tipos de interés entre los contratos en pesos y los contratos en dólares dentro de Argentina). Sin embargo, no se sabe claramente qué ocurriría con la prima de riesgo-país (medida convencionalmente por medio de la diferencia entre los tipos de interés de las emisiones de deuda del Tesoro de Estados Unidos y las emisiones de deuda argentina denominada en dólares). Los tipos de interés de los contratos en dólares, tanto a corto como a largo plazo, han seguido siendo altos en Argentina (gráfico III.8), lo cual induce a pensar que esta prima es considerable para los prestatarios argentinos, incluido el Estado. Un importante factor que puede explicar estas primas es la elevada deuda externa del país. Adicionalmente, otras cuestiones que plantea la dolarización es el papel del prestamista de último recurso y el reparto del señoreaje relacionado con la emisión de moneda.

Dolarización

La tormenta financiera también repercutió en México. Aunque la economía se ha vuelto mucho más diversificada en los últimos años, la caída de los precios del petróleo, a la que contribuyó la crisis asiática, aún tuvo una repercusión considerable, sobre todo en los ingresos del Estado. Las autoridades respondieron con medidas de política fiscal, incluidas tres rondas de recorte del gasto durante 1998. Por otra parte, las entradas de capitales disminuyeron considerablemente tras los acontecimientos ocurridos en Rusia, lo que provocó una vertiginosa caída del tipo de cambio. Esta depreciación desencadenó una respuesta casi inmediata de la inflación, que, en conjunción con una subida de algunos precios controlados por el gobierno, imprimió un giro a la tendencia descendente anterior de la inflación y llevó al banco central a endurecer las condiciones monetarias (gráfico III.6). A comienzos de 1999, la inflación y las expectativas inflacionistas estaban disminuyendo de nuevo. El endurecimiento de la política monetaria y fiscal provocó una notable desaceleración del crecimiento.

Respuestas de las autoridades de México ...

La mejora de las perspectivas de la economía mexicana dependerá no sólo de los resultados de la economía de Estados Unidos, sino también del ritmo de avance en el saneamiento de un sistema bancario que es aún débil. El volumen de crédito bancario sigue siendo muy inferior en términos reales al nivel en el que se encontraba en 1994, antes de la crisis. A finales de 1998 se anunciaron nuevas medidas de ayuda a los deudores bancarios, posiblemente para disipar el temor a que los elevados tipos de interés necesarios para contener las presiones sufridas por el tipo de cambio invirtieran la tendencia descendente de los préstamos improductivos. Por otra parte, tras una disputa que duró

... y reestructuración del sistema bancario

un año, el Congreso llegó a un acuerdo a finales de 1998 que permitía crear un organismo de garantía de depósitos, que también será responsable de la gestión de los préstamos improductivos retirados de los balances de los bancos en los últimos años. Para conseguir la expansión tan necesaria del crédito y del capital en el sector bancario, actualmente es indispensable llevar a efecto este acuerdo.

Chile

Chile resultó gravemente afectado por la crisis de los mercados emergentes. Los precios del cobre cayeron vertiginosamente, las exportaciones a Asia se hundieron y el crecimiento del mercado de exportaciones de los países vecinos disminuyó significativamente al propagarse la tormenta por América Latina. El banco central reaccionó rápidamente al empeoramiento de la situación, subiendo los tipos de interés oficiales a principios de 1998, para frenar el rápido crecimiento de la demanda interna, y de nuevo en septiembre, para contener la propagación de la crisis. Por otra parte, al sufrir el peso presiones a la baja, las autoridades intervinieron en el mercado de divisas mucho antes de que la moneda se aproximara al límite inferior de la banda de fluctuación fijada como objetivo. El cambio de sentido de los movimientos de capitales también las impulsó a reducir la proporción de las entradas de capital que debe depositarse en una cuenta de reservas no remunerada del 30% al 10% en junio y a cero en septiembre. A finales de 1998 y principios de 1999, al bajar la inflación y situarse dentro de los límites fijados como objetivo, el banco central suavizó gradualmente su política para hacer frente a la considerable desaceleración de la economía, al tiempo que evitó un nuevo debilitamiento del tipo de cambio.

Colombia

En Colombia, la incertidumbre política reinante en el periodo anterior a las elecciones presidenciales de mediados de 1998 y los elevados déficit públicos y por cuenta corriente, ejercieron grandes presiones sobre el tipo de cambio y exigieron un firme endurecimiento de la política monetaria. Tras un breve periodo de calma después de las elecciones, las presiones sobre el tipo de cambio reaparecieron en agosto, provocadas esta vez por acontecimientos externos. Las autoridades introdujeron un ajuste en el sistema de tipos de cambio, consistente en depreciar la banda cambiaria un 9%, y subieron los tipos de interés para contribuir a mantener el nuevo nivel. Cuando se tomaron medidas fiscales más decisivas a finales de 1998 y se aprobó una serie de créditos de organizaciones financieras internacionales, los tipos de interés comenzaron a bajar. Al final, la dura política monetaria mantenida durante la mayor parte del año provocó una grave desaceleración de la economía y un desempleo sin precedentes, si bien también contribuyó a que disminuyera la inflación a principios de 1999. El sistema bancario también sintió los efectos de estas tendencias restrictivas: los préstamos improductivos crecieron considerablemente, mientras que los beneficios experimentaron una vertiginosa disminución, sobre todo en los bancos estatales. El gobierno anunció como respuesta medidas para apuntalar el sector bancario y recapitalizar el organismo de garantía de depósitos.

## IV. Política monetaria en los países industriales avanzados

### Aspectos más destacados

Al aproximarse la inflación a cero en algunos países e incluso descender los precios en otros, el año pasado cobraron importancia en los principales países industriales algunas cuestiones relacionadas con la gestión correcta de la política monetaria en condiciones de estabilidad casi total de los precios. Una de ellas es saber cómo pueden impedir los bancos centrales que un descenso de los precios conduzca a esperar nuevos descensos en el futuro. La persistencia de unas tasas medias de inflación cercanas a cero durante largos periodos también lleva a preguntarse cuáles son las ventajas relativas de fijar un objetivo de nivel de precios o un objetivo de inflación. Otro motivo de preocupación es la posibilidad de que la política monetaria pierda eficacia en los periodos en los que los precios se mantienen estables o bajan. La turbulencia que estalló en los mercados financieros internacionales tras la crisis rusa en agosto pasado suscitó asimismo la pregunta de hasta qué punto debían reaccionar las autoridades monetarias a los acontecimientos en los mercados de activos, si nada inducía a pensar que habían comenzado a influir en los precios de los bienes y los servicios.

En Estados Unidos se suavizó la política monetaria, a pesar del elevado crecimiento real y la escasez de oferta de trabajo, debido a las favorables perspectivas de la inflación y a que se preveía una desaceleración de la economía. Las dificultades que plantea la gestión de la política monetaria con una inflación muy baja y unos mercados financieros volátiles se manifestaron sobre todo en Japón, cuyas autoridades tuvieron que hacer frente a un grave empeoramiento tanto de la economía doméstica como de los mercados financieros. Aunque los tipos de interés a corto plazo disminuyeron casi a cero, parece que las graves debilidades del sistema financiero redujeron la sensibilidad de los bancos y de los hogares a los estímulos de la política económica.

Un acontecimiento excepcional ocurrido en el periodo examinado fue la introducción del euro en enero de 1999. A este respecto, el año pasado las autoridades centraron primero la atención en la necesidad de determinar el nivel en el que debían converger los tipos de interés durante la transición a la UEM. Aunque la situación económica existente en varios países más pequeños de la zona del euro era relativamente buena, la débil actividad en Alemania e Italia, que representan conjuntamente alrededor de un 50% del PIB de la zona del euro, junto con la incertidumbre sobre las perspectivas de recuperación de la economía mundial, llevó a optar por un nivel de convergencia del 3%. Esta decisión entrañó un recorte de los tipos de interés incluso en los países con los tipos más bajos anteriormente. El Banco Central Europeo tuvo que

afrontar la importante cuestión de cómo gestionar su política en el entorno totalmente nuevo creado por el establecimiento de la moneda única. Para ello, adoptó un marco consistente en una definición numérica de la estabilidad de los precios, principal objetivo de la política monetaria; un valor de referencia para el crecimiento de M3, que constituye un indicador clave, y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores. Este marco combina, pues, estrategias basadas en los agregados monetarios y en un objetivo de inflación.

La política monetaria de los países con un objetivo de inflación también se suavizó el año pasado, ya que los bancos centrales tomaron medidas para que la inflación se mantuviera dentro de la banda fijada como objetivo o volviera a ella, a pesar de la desaceleración de la actividad y la reducción concomitante de las presiones sobre los precios. Esta suavización se produjo a pesar de que los tipos de cambio se depreciaron en la mayoría de estos países a causa del descenso de los precios de las materias primas. Las autoridades consideraron por lo general que las presiones sobre los tipos de cambio constituían una perturbación real, a la que no debía responder la política monetaria. En Canadá, el rápido descenso del tipo de cambio hizo temer que se esperaran nuevos descensos, lo que condujo al Banco de Canadá a subir los tipos de interés temporalmente.

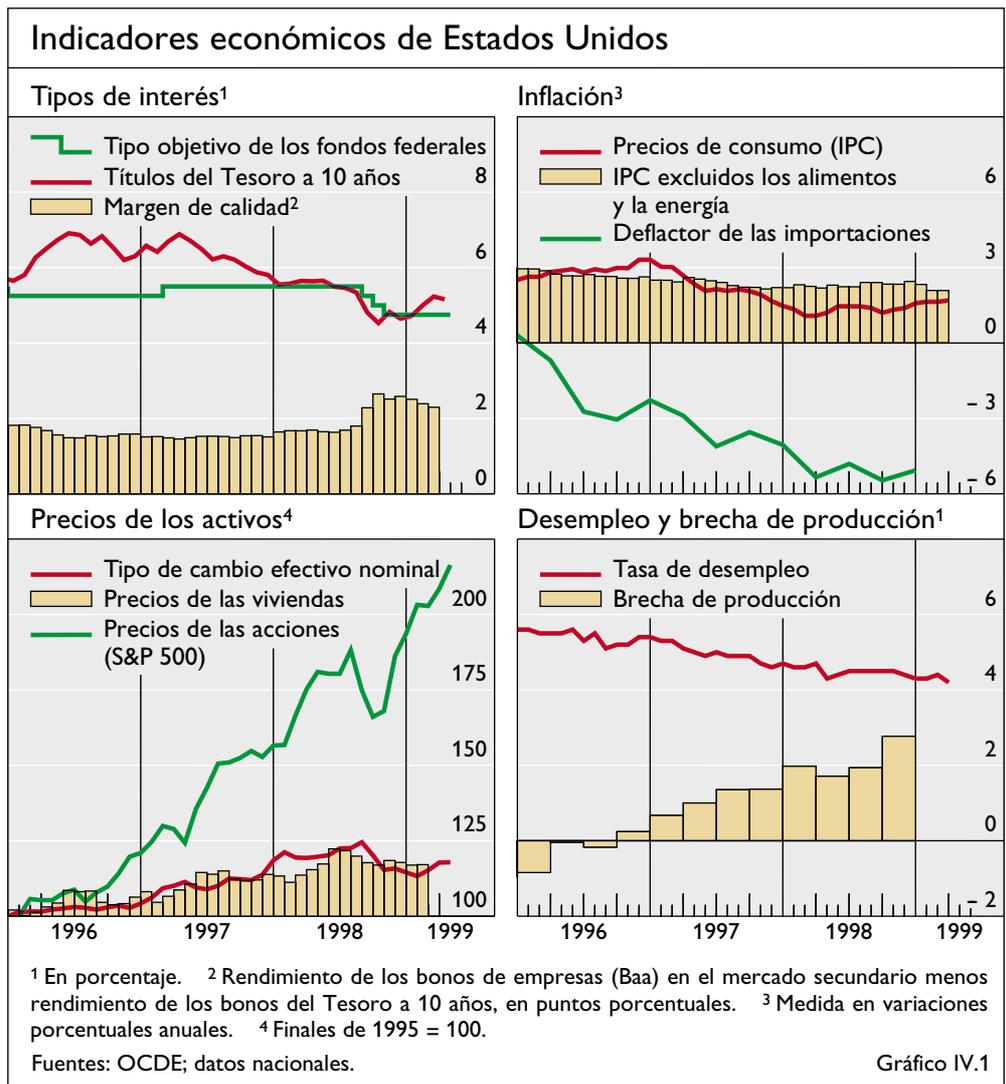
## Estados Unidos

Para evaluar las perspectivas de la inflación, recientemente la Reserva Federal ha tenido que examinar con detenimiento no sólo los indicadores tradicionales de los resultados económicos, sino también la situación de los mercados financieros. Dado que el PIB real creció un 3,9% en 1998, el aumento de la producción era constantemente superior a las estimaciones previas del nivel potencial y el desempleo estaba alcanzando su tasa más baja en casi 30 años, los responsables de la política económica tuvieron que tener en cuenta la posibilidad de que aumentaran las presiones inflacionistas. Por otra parte, la subida de los precios de los activos llevó a temer que estuviera desarrollándose una burbuja financiera, consideración que también justificaba el sesgo a adoptar una política más restrictiva. Sin embargo, al caer vertiginosamente los precios de los productos básicos a causa de la desaceleración mundial de la actividad económica y al apreciarse el dólar hasta agosto, las presiones inflacionistas continuaron siendo débiles, por lo que no se modificó la orientación de la política económica hasta el final del verano.

La crisis financiera rusa de mediados de agosto provocó una considerable incertidumbre en los mercados financieros de Estados Unidos y otros países, lo que podía tener implicaciones importantes para la demanda interna y para las perspectivas de la inflación. Al reducir la riqueza de los hogares y elevar el costo del capital, el brusco descenso de los precios de las acciones podría haber frenado el gasto de consumo y de inversión. Por otra parte, los grandes márgenes de riesgo, el elevado grado de volatilidad y la disminución de la liquidez en muchos segmentos del mercado, aumentaron la probabilidad de que las instituciones financieras experimentaran considerables pérdidas y el riesgo

La política no cambió de orientación hasta el final del verano ...

... cuando la crisis rusa provocó inestabilidad en los mercados financieros



de que se endurecieran las condiciones crediticias. Para proteger la economía de estos efectos y prevenirse contra una recesión inesperadamente brusca, la Reserva Federal bajó los tipos de interés en septiembre, octubre y noviembre en un total de 75 puntos básicos, hasta situarlos en el 4,75%. Tras la suavización de la política monetaria, mejoró la situación en los mercados financieros. Los precios de las acciones, que habían bajado un 19% entre mediados de julio y finales de agosto, se recuperaron, y a finales de marzo de 1999 habían subido un 34%. La política monetaria no se modificó posteriormente, al no existir indicios de que estuvieran aumentando las presiones inflacionistas, a pesar de que el crecimiento real continuaba siendo rápido y que seguía habiendo escasez de oferta de trabajo.

Las grandes fluctuaciones de los precios de los activos financieros, como las registradas el pasado otoño, constituyen un reto para los responsables de la política monetaria. Las perturbaciones financieras provocan inmediatamente un brusco aumento del volumen de operaciones y de la volatilidad en los mercados, así como una huida en busca de seguridad y liquidez. Sin embargo, dado que los cambios del clima de opinión reinante en los mercados financieros tardan en dejarse sentir en la actividad real y en las presiones

La política monetaria se suavizó en otoño

Es importante centrar la atención en la estabilidad de los precios internos una vez retornada la calma a los mercados

inflacionistas, puede resultar difícil identificar a primera vista la verdadera magnitud de los efectos macroeconómicos y, por consiguiente, cabe que la política monetaria llegue ser, sin quererlo, demasiado dura o demasiado suave. Así ocurrió en algunos países tras la vertiginosa caída de los precios de las acciones en octubre de 1987. Algunos bancos centrales optaron en ese momento por suavizar la política monetaria ante el temor de que los descensos de los precios de las acciones provocaran una desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, retrospectivamente, se sobreestimó la repercusión de la caída de los precios de las acciones en la demanda agregada, y es posible que la suavización de la política monetaria contribuyera al aumento posterior tanto de la actividad como de la inflación. Este episodio sugiere, pues, que, si bien conviene adoptar medidas monetarias cuando estalla una tormenta en el mercado, es importante reorientar la política monetaria y dar prioridad a la estabilidad de los precios internos una vez que vuelve la calma a los mercados.

## Japón

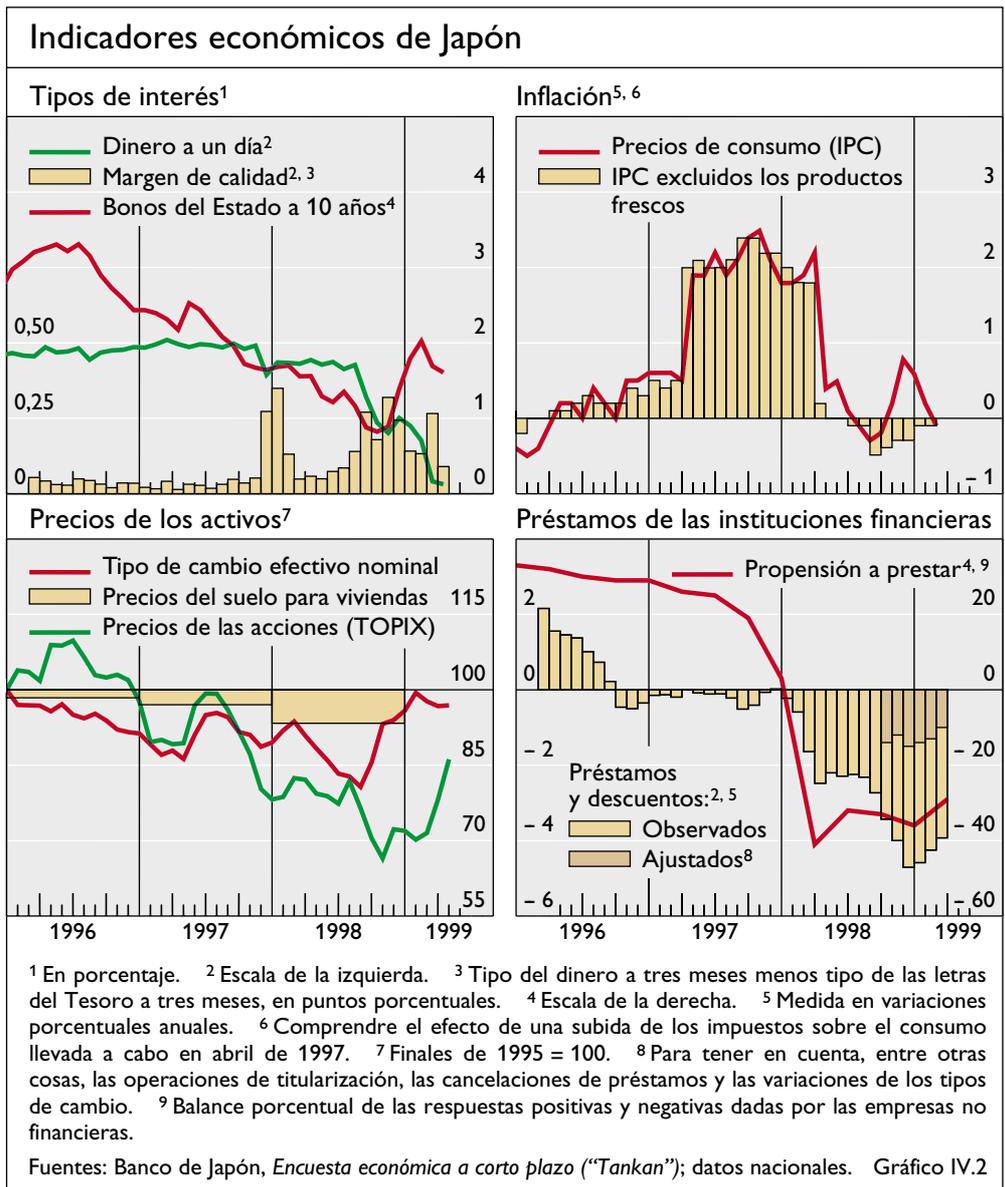
Nuevo empeoramiento de la situación ...

El año pasado, el Banco de Japón tuvo que hacer frente a la posibilidad de que surgiera un ciclo deflacionista, dados los elevados niveles de exceso de capacidad y de endeudamiento de las empresas, así como la persistencia de graves problemas en el sector bancario. La situación económica general empeoró aún más: el PIB real disminuyó un 3% en 1998 y los índices de precios continuaron sufriendo persistentes presiones a la baja. Al descender los precios de las importaciones y del petróleo en respuesta a la situación mundial y apreciarse el yen a partir de octubre, los precios de consumo bajaron por primera vez desde 1995-96. Los precios al por mayor internos, que venían descendiendo desde 1991, mantuvieron su tendencia descendente.

El empeoramiento de las perspectivas económicas llegó en un momento en el que parecía poco eficaz la vía tradicional de transmisión de la política monetaria, es decir, la de los tipos de interés. Aunque el tipo de descuento se mantuvo en un 0,5%, el Banco de Japón decidió en septiembre bajar al 0,25% el tipo a un día, que se había mantenido ligeramente por debajo del tipo de descuento. Esta suavización de la política, además de tener por objeto impedir que aumentaran aún más las presiones deflacionistas, se consideró correcta para mantener la estabilidad de los mercados financieros. La política monetaria volvió a suavizarse en febrero de 1999, cuando se redujo el tipo a un día al 0,15% o menos, y a principios de marzo, cuando las enormes inyecciones de liquidez del Banco de Japón lo redujeron, de hecho, a cero.

... y reducción del tipo a un día a cero

Durante el periodo de convulsiones que sufrieron el pasado otoño los mercados financieros de Japón y otros países, la preocupación por el riesgo de contraparte provocó un brusco aumento del margen entre los tipos interbancarios a tres meses y los tipos de las letras del Tesoro. El Banco de Japón respondió suministrando abundante liquidez a los mercados financieros. Aunque esta medida provocó una reducción del margen entre el tipo interbancario y el tipo de las letras del Tesoro, éste continuó siendo considerable. A pesar de que en los últimos años se ha acelerado la expansión de la base



monetaria, la tasa de crecimiento de M2+CD, el principal agregado monetario en Japón, ha seguido siendo moderada. Los bancos se han mostrado cada vez menos dispuestos a conceder créditos en un clima en el que se ha puesto en duda la solvencia tanto de los clientes como de algunos de los propios bancos. Para mejorar el mecanismo de asignación del crédito, el Banco de Japón tomó medidas con el fin de facilitar las operaciones de financiación de las empresas expandiendo sus operaciones de pacto de recompra de papel comercial, lo cual, a su vez, permitió a los bancos aumentar sus actividades en el mercado primario de papel comercial. El Banco estableció, además, una línea de crédito destinada a refinanciar en parte los nuevos préstamos concedidos por las instituciones financieras en el cuarto trimestre.

Adopción de medidas para facilitar la financiación de las empresas

La adopción de una política cada vez más expansiva ha sido contrarrestada en parte por la brusca apreciación que experimentó el yen en octubre y por el rápido aumento de los rendimientos de los bonos del Estado a largo plazo desde noviembre. Este aumento, atribuido al gran incremento del programa de emisión planeado para el año fiscal 1999 y al anuncio de que el Trust Fund

Las presiones políticas pueden ser contraproducentes

Bureau dejaría de comprar títulos, también provocó un aumento de los rendimientos de los bonos de empresas y de los tipos de interés preferenciales de los préstamos a largo plazo. De mantenerse estas tendencias, la situación económica podría empeorar aún más. Para limitar las subidas de los tipos de interés a largo plazo, el Banco de Japón se vio sometido a presiones políticas para que intensificara sus compras de bonos del Estado. Esas presiones pueden ser contraproducentes si llevan a pensar que la política monetaria forma parte del proceso político general, lo que podría afectar negativamente a la credibilidad del banco central y conducir a un aumento, en lugar de un descenso, de los tipos de interés.

A lo largo del año, el gobierno tomó varias medidas para sanear el sistema financiero. Entre éstas se encuentran la nacionalización temporal del Long-Term Credit Bank y del Nippon Credit Bank, así como el fomento de la fusión de algunas otras instituciones y el intento de convencer a los bancos supervivientes de que llevaran a cabo una reestructuración a cambio de fondos públicos. Aunque la reacción del mercado a estas medidas ha sido favorable, como lo indica la desaparición de la “prima japonesa” y la recuperación de los precios de las acciones de los bancos, está por ver si éstos conseguirán poner en práctica las medidas de reestructuración que se han comprometido a aplicar. En particular, podría surgir un conflicto entre su compromiso de aumentar los préstamos internos y reducir al mismo tiempo los costos. Una considerable reducción de sus operaciones internacionales podría contribuir a resolver este problema, aunque correría el riesgo de crear otros.

## La zona del euro

Convergencia de los tipos de interés en un 3%

La política monetaria de los países participantes en la UEM estuvo dominada durante 1998 por la necesidad de que los tipos de interés convergieran en un nivel común a finales de año. Un factor que complicó la cuestión fue el hecho de que, a pesar de la considerable convergencia nominal conseguida en los años anteriores, seguían existiendo notables diferencias entre las condiciones económicas de los distintos países. Al final, los tipos oficiales convergieron en un 3%, lo que supuso una pequeña reducción en los países con los tipos de interés más bajos, pero una reducción bastante grande en otros.

En los meses anteriores a la introducción del euro (enero de 1999), el BCE anunció su marco de política monetaria, que contenía un objetivo final numéricamente definido de estabilidad de los precios, un valor de referencia para el crecimiento del dinero y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores.

### *Evolución económica y monetaria*

La situación económica de los países que constituyen la zona del euro no varió durante el periodo examinado: el crecimiento continuó siendo elevado en algunos países más pequeños y la situación general siguió siendo débil en algunos de los más grandes. Antes de enero de 1999, los bancos centrales tuvieron que conciliar las consideraciones internas relacionadas con la inflación con la necesidad de que convergieran los tipos de interés.

En Irlanda, el crecimiento extraordinariamente alto registrado por quinto año consecutivo provocó un nuevo aumento de la producción por encima de su nivel potencial y crecientes presiones inflacionistas. Sin embargo, durante el otoño comenzó a desacelerarse la economía real y las presiones inflacionistas cedieron. Al descender la inflación del máximo del 3,2% en agosto al 1,7% en diciembre y ser necesario bajar los tipos de interés para converger con el resto de los países, comenzó a suavizarse la política monetaria en octubre. El crecimiento también fue muy alto en Finlandia y los Países Bajos, lo que hizo que las brechas de producción estimadas se volvieran positivas. En Finlandia, las presiones inflacionistas, acumuladas gradualmente en 1997 y principios de 1998, comenzaron a disminuir durante la primavera tras un descenso de los precios de importación, y la inflación descendió hasta ser inferior a un 1% a finales de año. En los Países Bajos, también disminuyó la inflación, la cual fue, en promedio, de un 2% en el conjunto del año.

Irlanda

Finlandia y los Países Bajos

En Portugal, la brecha de producción también disminuyó y la inflación general se aceleró, subiendo del 2,3% a finales de 1997 al 3,2% a finales de 1998. El continuo y elevado crecimiento de la producción y las presiones concomitantes sobre los precios se debieron en parte a la convergencia de los tipos de interés. Como los tipos de interés controlados por las autoridades bajaron del 6% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y la inflación se aceleró durante ese mismo periodo, los tipos de interés reales bajaron más de 4 puntos porcentuales. En España ocurrió un proceso parecido, aunque menos pronunciado. Al bajarse los tipos oficiales del 5,25% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y disminuir sólo marginalmente la inflación general, los tipos reales a corto plazo bajaron alrededor de 2,5 puntos porcentuales durante el mismo periodo.

Portugal

España

En las tres mayores economías, la mejor situación económica correspondió con mucho a Francia. Dado que en este país el crecimiento fue, en promedio, de un 3,2% en 1998, la brecha de producción se redujo considerablemente. No obstante, la inflación anual bajó al 0,3%. En cambio, en Alemania e Italia la situación económica continuó, por lo general, siendo débil, y empeoró durante el año. El crecimiento del PIB, elevado durante el primer trimestre en Alemania, Austria y Bélgica, se desaceleró después, siendo en promedio de un 3% aproximadamente ese año. En Italia, el crecimiento fue bajo: tan sólo de un 1,4%. Como las considerables brechas de producción apenas variaron en estos países, las presiones inflacionistas cedieron, en general, y las tasas fueron desde el 0,4% en Alemania hasta el 0,7% en Austria. En Italia, la inflación descendió hasta situarse en un 1,7%.

Las tres mayores economías: Francia, Alemania e Italia

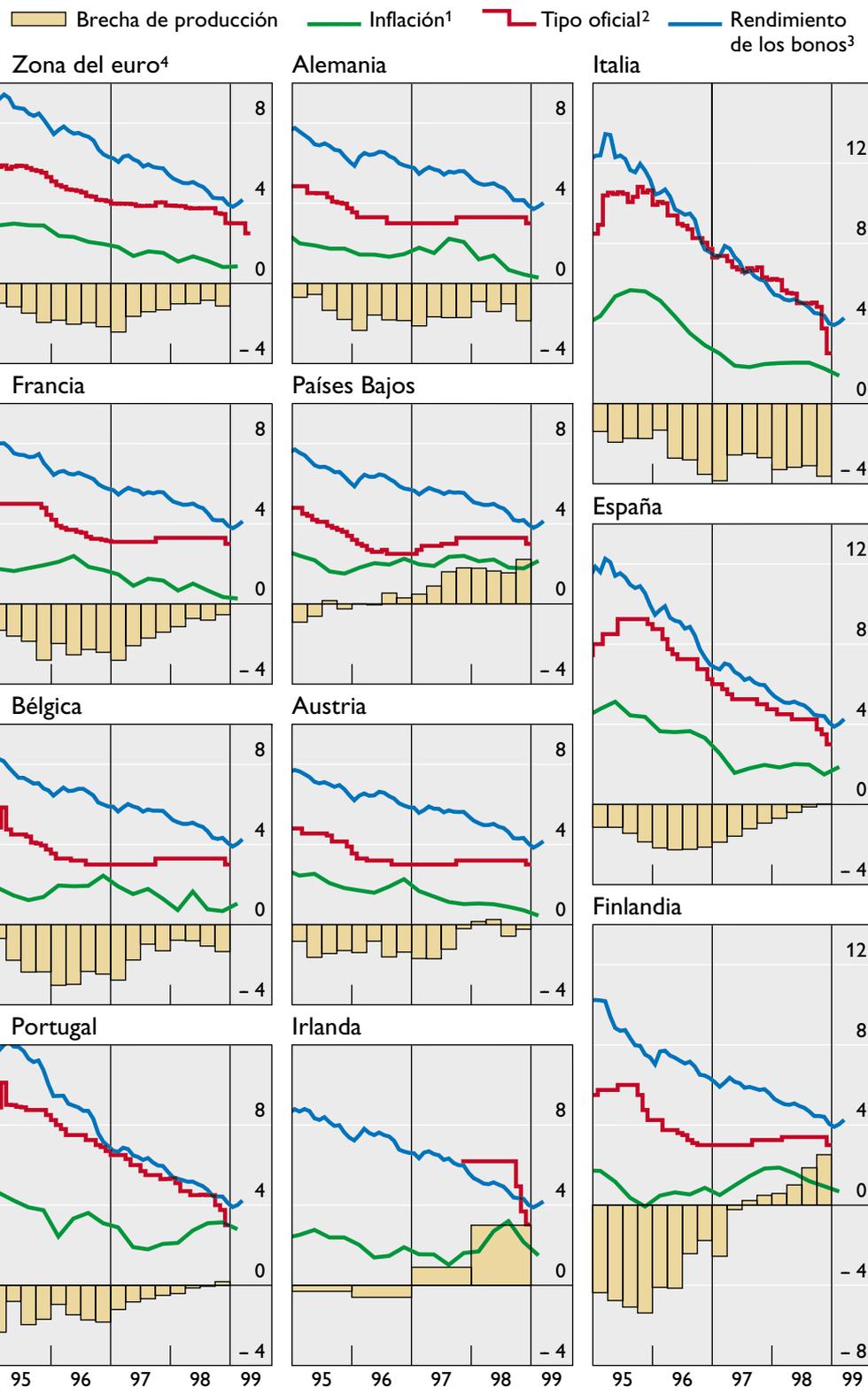
A la luz de estas tendencias y teniendo en cuenta que la estrategia de la política monetaria del BCE se consideraba creíble en los mercados financieros, se permitió que los tipos de interés de la zona del euro convergieran en un 3% tras una reducción coordinada en diciembre de 1998. En abril de 1999, el BCE bajó aún más su tipo oficial al 2,5% dentro de una situación de débiles presiones inflacionistas.

Los tipos de interés bajaron más en los países con la inflación relativamente alta

Aunque la política monetaria se estableció teniendo en cuenta las tendencias económicas generales de la zona del euro, el proceso de convergencia ha conducido a una situación en la que los tipos de interés han bajado sobre todo

## Brechas de producción, inflación y tipos de interés en la zona del euro

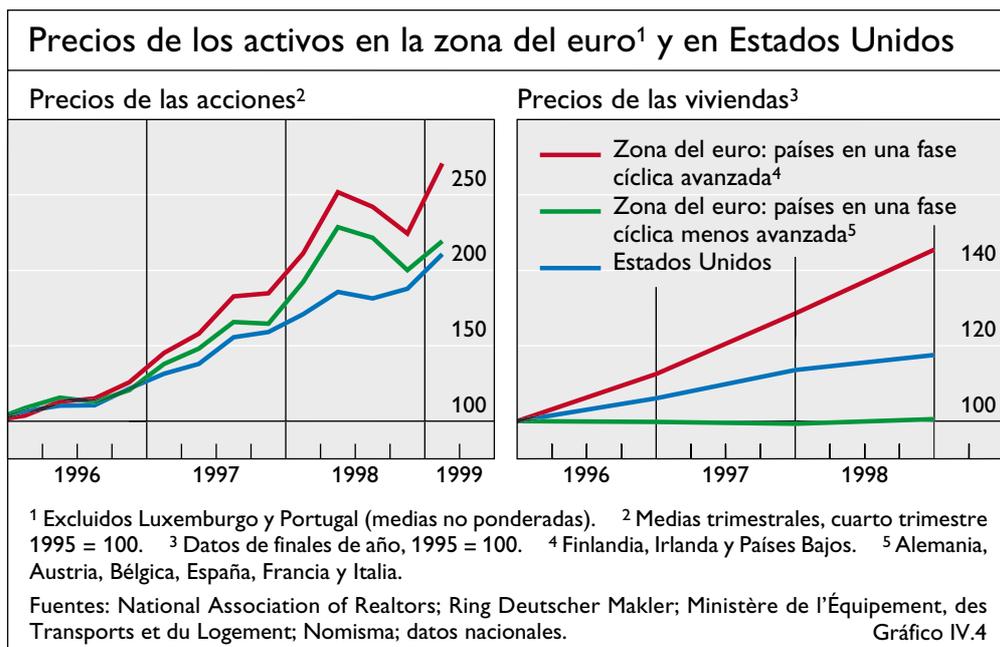
En porcentaje



<sup>1</sup> Variación de los precios de consumo con respecto al mismo trimestre del año anterior. Zona del euro: definición armonizada a partir de 1996; cada país: definición nacional. <sup>2</sup> Bélgica: tipo central; Países Bajos: tipo de los préstamos especiales; Portugal: tipo de intervención; otros países: tipo de subasta. <sup>3</sup> Bonos del Estado representativos (normalmente, a 10 años). <sup>4</sup> Excluido Luxemburgo.

Fuentes: BCE; OCDE; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Gráfico IV.3



en Irlanda, Italia, España y Portugal, países cuyas tasas de inflación siguen siendo relativamente altas. No deben exagerarse, sin embargo, las implicaciones de las diferencias regionales entre las tasas de inflación de la zona del euro. Aunque estas diferencias pueden poner en peligro la viabilidad del compromiso cambiario en un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, no tienen ninguna implicación comparable en un sistema de moneda única. Además, la importancia de estas diferencias es todavía menor en la medida en que reflejan las diferencias entre las demandas de bienes no comerciables y las tasas de incremento de sus precios. Por otra parte, como ya no es posible modificar los tipos de cambio nominales para tener en cuenta cualquier variación de los precios relativos, el peso del ajuste se traslada enteramente a los mercados de trabajo y de bienes. Es, pues, de suma importancia fomentar la flexibilidad de los salarios y de los precios internos en respuesta a la disminución de la competitividad dentro de la zona del euro.

Otro posible motivo de preocupación es la evolución divergente de los precios de los activos. Como muestra el gráfico IV.4, éstos han subido más, en general, en Finlandia, Irlanda y los Países Bajos, cuya situación económica ha sido buena, que en el resto de la zona del euro. Aunque los bancos centrales están de acuerdo, en general, en que la política monetaria no debe basarse directamente en la evolución de los precios de los activos, la posibilidad de que éstos varíen de forma distinta induce a pensar que una política monetaria común también podría generar ciclos inmobiliarios regionales, como los que se observan en Estados Unidos y Canadá.

Evolución divergente de los precios de los activos

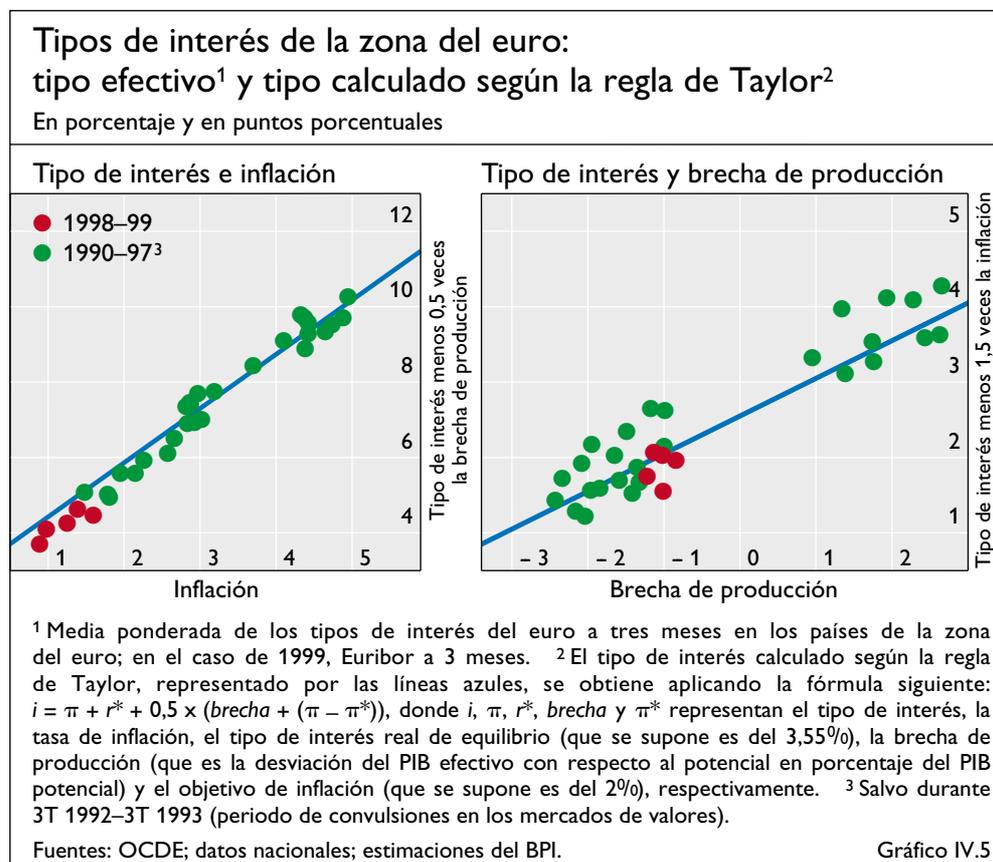
#### *Estrategia de la política monetaria del BCE*

Como se señaló en el informe anual del año pasado, los tipos de interés de los países de la zona del euro, utilizando como indicador la media ponderada de los tipos de interés a tres meses, han mostrado en el pasado una estrecha

Aunque los tipos de interés han evolucionado como sugiere la regla de Taylor ...

relación con las medias de la brecha de producción y de la inflación general ponderadas de manera similar. En particular, parece que los tipos de interés a corto plazo han evolucionado como sugiere la llamada regla de Taylor, en el sentido de que han subido 1,5 puntos porcentuales por cada punto en que ha variado la inflación general y 0,5 puntos porcentuales por cada punto en que ha aumentado la producción por encima del nivel potencial. El gráfico IV.5 muestra que esta relación empírica se cumplió muy bien el año pasado e implica que la evolución de las brechas de producción y de la inflación de la zona del euro en su conjunto explica perfectamente la suavización de la política monetaria llevada a cabo durante el periodo examinado.

A pesar de que los tipos de interés medios de la UEM y los que implica la regla de Taylor evolucionaron de manera parecida, el BCE no basa su política en esta relación. De hecho, algunas consideraciones sugieren que esa estrategia sería peligrosa. En primer lugar, existe un considerable grado de incertidumbre sobre el “nivel de equilibrio” de los tipos de interés reales, que, además, podría muy bien variar con el paso del tiempo en respuesta a toda una variedad de factores, entre los cuales se encuentran los cambios de la política monetaria. Por ejemplo, si existe una relación entre la disminución de la inflación y el descenso de las primas de riesgo, es posible que los tipos de interés reales de equilibrio hayan bajado recientemente. Si se establece la política monetaria en función de las relaciones pasadas entre los tipos de interés, la inflación y las brechas de producción, se corre el riesgo de crear unas condiciones monetarias inapropiadas. En segundo lugar, es probable que la



UEM provoque cambios estructurales que puedan hacer que las correlaciones entre las brechas de producción y la inflación dejen de ser fiables. Con una moneda única, los salarios pueden volverse más sensibles a la situación existente dentro de la zona del euro y menos a las brechas de producción. Si, dada una brecha de producción, disminuyen las presiones inflacionistas, sería bueno que el BCE reaccionara a las brechas de producción menos de lo que sugieren las correlaciones pasadas entre los tipos de interés y las brechas. En tercer lugar, aunque las tasas de inflación y las brechas de producción actuales contienen información sobre las presiones inflacionistas a corto plazo, existen muchos otros factores —entre los que se encuentran la situación económica existente en otros países, las modificaciones de la política fiscal y la evolución de los precios de importación— que desempeñan un papel fundamental en el proceso de inflación. Dado que una mera regla de política no recoge totalmente la complejidad del proceso de inflación, nada puede sustituir al criterio de las autoridades.

... nada puede sustituir al criterio de las autoridades

Durante el otoño de 1998, el BCE anunció el marco que utilizaría para gestionar su política monetaria en el nuevo y aún cambiante entorno creado por la introducción del euro. En el centro de este marco se encuentra el objetivo primordial de la estabilidad de los precios. Definiendo públicamente lo que se entiende por estabilidad de los precios, es posible formular un criterio claro mediante el que la opinión pública pueda juzgar la gestión de la política monetaria, lo cual aumenta su transparencia y hace que resulte más fácil identificar las responsabilidades del BCE si la inflación se desvía de este objetivo.

Anuncio de un marco de política monetaria en el que el objetivo primordial es la estabilidad de los precios ...

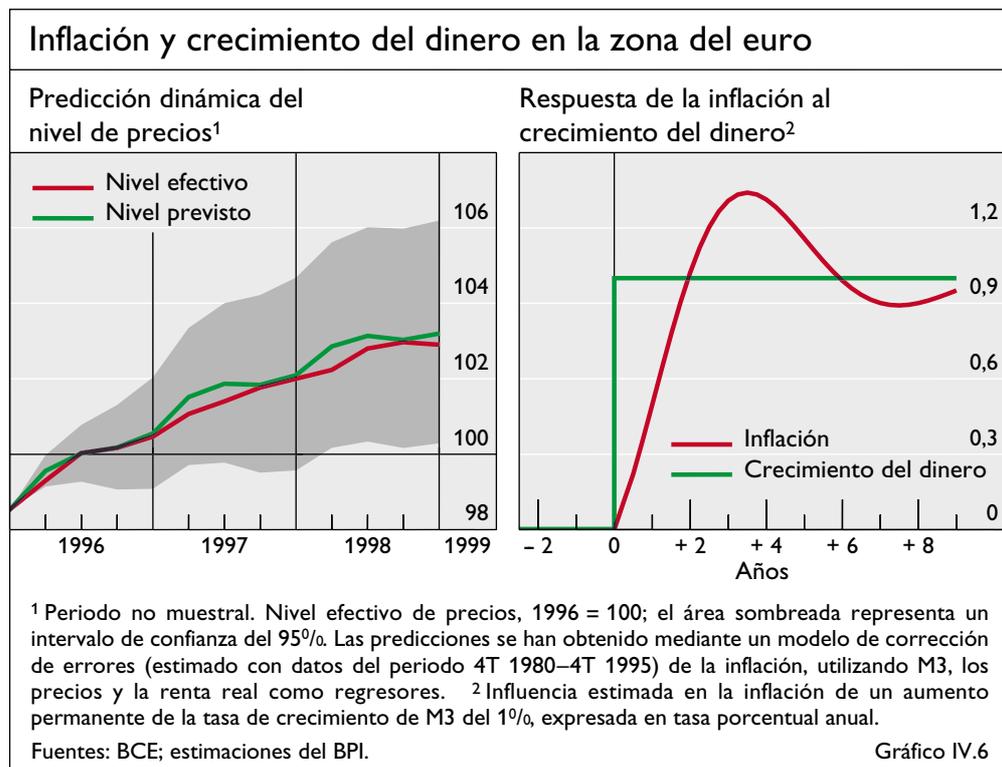
Así pues, se ha definido la estabilidad a medio plazo como una variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) en la zona del euro del 0–2% a medio plazo. Hay varios aspectos notables en la elección de este índice. Implica que el BCE ha adoptado la práctica de muchos bancos centrales de concentrarse en las medidas de la inflación basadas en el IPC, las cuales se hacen públicas en un breve plazo de tiempo, son perfectamente comprendidas por la opinión pública y no están sometidas a revisiones periódicas. La utilización de una medida de la inflación en toda la UEM también pone de relieve el hecho de que la gestión de la política del BCE se basará en la evolución económica de la zona del euro en su conjunto más que en las tendencias económicas nacionales. Al poner el énfasis en un horizonte a medio plazo, el BCE reconoce que su capacidad para controlar las variaciones de la inflación debidas a factores temporales —como las perturbaciones de los precios de las materias primas y los cambios de los impuestos— es, en el mejor de los casos, limitada. Por último, esta definición implica que los periodos de prolongado descenso del nivel del IPCA no se considerarían compatibles con la estabilidad de los precios.

Para conseguir la estabilidad de los precios, el BCE pretende seguir una estrategia basada en dos pilares. El primero consiste en fijar un valor de referencia para el crecimiento de M3, que se ha establecido en un 4,5% para 1999. Esta decisión indica que el crecimiento del dinero constituye un determinante estructural de la inflación a largo plazo. El BCE ha explicado que este valor de referencia no debe considerarse como un objetivo, ya que para ello

... un valor de referencia para el crecimiento de M3 ...

sería necesario que el crecimiento del agregado monetario fuera controlable a corto plazo, lo que no es probable. Por lo tanto, las desviaciones del crecimiento del dinero del valor de referencia no provocarán necesariamente un cambio automático de los instrumentos de política del BCE, sino que conducirán a analizar sus causas de una manera más profunda y a preguntarse si constituyen realmente un riesgo para la estabilidad de los precios.

Para asignar un papel de indicador al crecimiento del dinero, definido en un sentido amplio, hay que suponer que los desequilibrios monetarios influyen en las futuras tasas de inflación. Esta hipótesis la confirma una estimación. El panel de la izquierda del gráfico IV.6 muestra predicciones dinámicas del nivel de precios de la zona del euro basadas en un modelo sencillo. Éste hace hincapié en los orígenes monetarios de la inflación, pero no tiene en cuenta variables como los precios de la energía y de las importaciones, que tienden a desempeñar un papel importante en la determinación de los niveles de precios a corto plazo. Sin embargo, a pesar de su sencillez, predice razonablemente bien el nivel de precios de la zona del euro. El panel de la derecha muestra las predicciones del modelo de la respuesta de la inflación a un aumento permanente de la tasa de crecimiento de M3 de la zona del euro en un 1%. Las pautas dinámicas indican que, aunque el crecimiento del dinero apenas influye en la inflación a corto plazo, esta relación es importante a medio plazo. Naturalmente, estos resultados no sugieren que sea deseable y ni siquiera viable la fijación de objetivos monetarios, sobre todo porque no está garantizada la estabilidad de la relación estimada. Tampoco excluyen la posibilidad de que otros modelos de predicción que no incorporen el dinero puedan predecir aun mejor la inflación. Sin embargo, confirman empíricamente la



validez de la utilización de la tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro como variable de información sobre la inflación dos o tres años más adelante.

El segundo pilar de la estrategia consiste en una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores económicos. Entre éstos se encuentran las predicciones de la inflación realizadas por el BCE, organismos internacionales, autoridades nacionales y agentes del mercado. Sin embargo, a diferencia de algunos bancos centrales —aunque, desde luego, no de todos— que tienen un objetivo explícito de inflación, el BCE no tiene intención de publicar sus predicciones sobre la inflación, ya que no se considera que ello mejore la transparencia y la claridad de la estrategia de la política monetaria, dada la incertidumbre inherente al proceso de predicción.

La utilización del valor de referencia para el crecimiento de M3 y de la evaluación de las perspectivas de la inflación induce a pensar que, en la práctica, el BCE gestionará la política monetaria de una forma tan pragmática como el Bundesbank alemán. Históricamente, el Bundesbank ha respondido con firmeza a las variaciones de la inflación para preservar su objetivo final de conseguir la estabilidad de los precios, y ha restado importancia a las desviaciones del crecimiento del dinero con respecto al objetivo cuando las relaciones monetarias eran perturbadas por factores temporales poco peligrosos para las perspectivas de la inflación. Debe señalarse, además, que muchos bancos centrales que han adoptado objetivos explícitos de inflación también prestan una considerable atención a los agregados monetarios como indicadores de las condiciones cíclicas. El marco de política anunciado por el BCE no es, pues, diferente en algunos aspectos de un régimen de objetivo de inflación, si bien constituye un marco en el que no se anuncian las predicciones sobre la inflación y el crecimiento de M3 representa una variable clave de información.

... y evaluación de las perspectivas de la inflación basada en varios indicadores

## Países con un objetivo explícito de inflación

La política monetaria de los países que tienen un objetivo explícito de inflación también se ha visto influida por la desaceleración de la actividad económica mundial, por el descenso de los precios de las materias primas y de la energía y por el aumento de la volatilidad de los mercados financieros mundiales. La política monetaria se suavizó, en general, durante el año examinado. Dado que la inflación general y subyacente era cercana al extremo inferior de las bandas fijadas como objetivo, las autoridades pensaron que era importante demostrar que estaban decididas a reaccionar tan enérgicamente a una inflación inferior al objetivo como a una inflación superior. Ese enfoque simétrico contribuye a conseguir y mantener el apoyo de la opinión pública a la política monetaria, en el que se basa en última instancia la independencia de los bancos centrales.

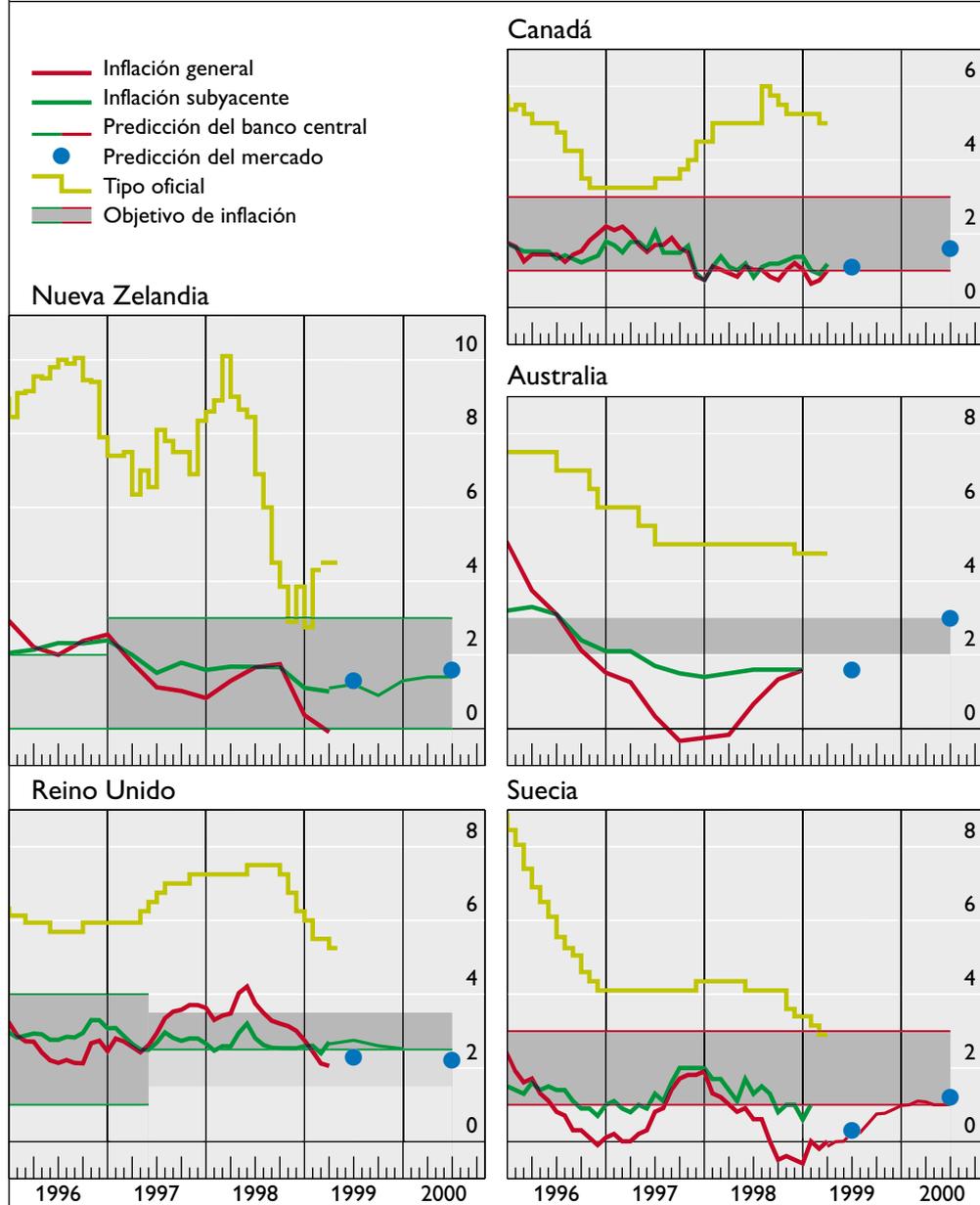
En el Reino Unido, donde la política monetaria se había endurecido anteriormente en varias ocasiones, dado el elevado crecimiento y la preocupación por la inflación, en octubre de 1998 se inició un proceso de suavización. Se bajaron los tipos de interés del 7,5% al 7,25% en vista de que empeoraban las perspectivas de la producción mundial y de las exportaciones británicas, de que

Influencia de la desaceleración mundial, de los descensos de los precios de las materias primas y la energía y de la volatilidad de los mercados financieros

Reino Unido

## Inflación y tipos oficiales en los países con un objetivo explícito de inflación

En porcentaje



Nota: Las tasas de inflación se miden mediante la variación porcentual anual del IPC. En Nueva Zelanda, la inflación subyacente se basa en el IPC, excluidos los servicios crediticios, y el tipo oficial es el tipo oficial al contado (antes de marzo de 1999, el dinero a un día); para una explicación de la inflación subyacente y de los tipos oficiales de los demás países, véase el informe anual del año pasado, gráfico IV.7 y cuadro IV.1. La predicción del mercado es la predicción de la inflación general anual (en el caso de Nueva Zelanda y del Reino Unido, de la subyacente); encuestas realizadas en marzo de 1999.

Fuentes: © Consensus Economics, Londres; datos nacionales.

Gráfico IV.7

habían subido bruscamente las primas de riesgo en los mercados financieros y de que había disminuido la confianza de las empresas y de los consumidores. A medida que los datos que iban apareciendo confirmaban que la desaceleración económica era mayor de lo previsto, los tipos de interés se bajaron gradualmente otros 2 puntos porcentuales, situándose en un 5,25% en abril de 1999.

En Canadá, la inflación se situó el año pasado cerca del extremo inferior de la banda de control. Aunque la depreciación del dólar canadiense provocó una notable subida de los precios de importación de muchos bienes de consumo (salvo la energía) y servicios, el exceso de oferta en la economía interna y los continuos descensos de los precios de la energía y de las materias primas atenuaron estos efectos. Como la economía canadiense es muy intensiva en recursos, el descenso que experimentaron los precios de las materias primas durante el año ejerció presiones a la baja sobre la moneda. Estas presiones se acrecentaron de manera considerable tras la crisis rusa de agosto, cuando la tormenta de los mercados financieros internacionales también se extendió a la economía canadiense. Al aumentar vertiginosamente las primas de riesgo en los mercados de bonos y depreciarse la moneda, se subió el tipo del Banco un punto porcentual, situándose en un 6% a finales de agosto, a pesar de la tendencia de la economía a desacelerarse en respuesta a los acontecimientos de Asia. Esta medida consiguió estabilizar los mercados, y los tipos de interés volvieron a bajarse por etapas 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión, tras las reducciones de los tipos de interés en Estados Unidos en septiembre, octubre y noviembre, así como en marzo de 1999. Aunque subieron en conjunto durante 1998, se suavizó considerablemente la orientación general de la política monetaria bajo la influencia del descenso del dólar canadiense.

Canadá

En Australia, donde la política monetaria aspira a conseguir una tasa media de inflación del 2–3% durante el ciclo, la inflación comenzó a recuperarse, pero se mantuvo en un nivel inferior al 2%. Aunque la depreciación del dólar australiano ha provocado una subida de los precios al por mayor de las importaciones, el IPC no ha aumentado tanto como habrían sugerido las experiencias anteriores. Ante las favorables perspectivas de la inflación y la creencia de que el empeoramiento de la situación económica mundial y la crisis asiática reducirían el elevado crecimiento en Australia, los tipos de interés se bajaron en diciembre 0,25 puntos porcentuales, situándose en el 4,75%, en un intento de apoyar la actividad.

Australia

En Nueva Zelanda, la suavización de las condiciones monetarias generales, medidas por la media de los tipos de interés y de los tipos de cambio, que había comenzado a finales de 1996, continuó el año pasado en respuesta a las favorables perspectivas de la inflación, atribuibles en gran parte al considerable exceso de capacidad generado durante la recesión anterior. Sin embargo, la mayor parte de la suavización se llevó a cabo excepcionalmente por medio de un descenso de los tipos de interés más que de una depreciación del tipo de cambio. Tras la tormenta estallada recientemente en los mercados financieros y el correspondiente aumento de la aversión al riesgo, los inversionistas han tendido a deshacerse de sus posiciones cortas en varias monedas, lo cual ha reforzado el dólar neozelandés, como también lo ha hecho la impresión del mercado de que el ciclo de suavización monetaria puede haber terminado.

Nueva Zelanda

En Suecia, donde la economía se desaceleró y la inflación general se volvió negativa bajo la influencia del descenso de los tipos de interés hipotecarios, la política monetaria se suavizó durante el periodo examinado. Como las previsiones indicaban que la inflación permanecería por debajo de la banda

Suecia

de tolerancia del 1–3%, el tipo de recompra se bajó en varias etapas del 4,35% en junio de 1998 al 2,9% en marzo de 1999. Dado que el tipo de cambio también descendió en el segundo semestre de 1998, se suavizó aún más la política monetaria.

### *Tipos de cambio y política monetaria*

El tipo de cambio desempeña un papel en el proceso de transmisión ...

... e influye en la inflación a través de dos vías

Problemas para contrarrestar las perturbaciones internas de los precios a través del tipo de cambio

La experiencia reciente de los países con un objetivo explícito de inflación muestra que el tipo de cambio desempeña un papel fundamental en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dada la relación entre el tipo de cambio y los precios internos, una subida de los tipos de interés oficiales afecta a la inflación más deprisa y en mayor medida cuanto más abierta sea la economía. Este efecto se produce por dos vías: una vía directa, a través del costo de los bienes importados incluidos en el IPC, y una vía indirecta, consistente en el efecto que producen las variaciones de los tipos de cambio reales en la demanda agregada. Esta observación plantea importantes cuestiones relacionadas con la política económica. Dado que la vía directa de los tipos de cambio produce unos efectos relativamente rápidos, los bancos centrales de las economías más abiertas podrían en principio utilizarla para controlar mejor la inflación y en un horizonte temporal más breve. Sin embargo, para tratar de contrarrestar una perturbación del nivel de precios generada internamente influyendo en el tipo de cambio, podrían ser necesarias notables variaciones de los tipos de cambio reales y nominales que, a su vez, podrían afectar considerablemente a la actividad económica. También podrían poner en peligro la estabilidad del instrumento. Para limitar estos riesgos, los bancos centrales que tienen un objetivo de inflación han adoptado normalmente un enfoque gradual y esperan algún tiempo antes de contrarrestar cualquier desviación de la inflación con respecto al nivel deseado. En algunos casos, el horizonte temporal se ha alargado a medida que se han ido conociendo mejor los efectos de las variaciones de los tipos de cambio. El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda gestiona actualmente la política con un horizonte temporal de 18–24 meses, frente a los 6–18 que estableció cuando adoptó un objetivo de inflación. Este enfoque también es apropiado si existe incertidumbre sobre la fuerza del mecanismo de transmisión y sobre la situación de la economía. Ayuda, además, a limitar el número de cambios de sentido de la política monetaria, lo cual puede ser deseable, ya que generalmente es difícil explicar a la opinión pública que un cambio de sentido de la política debe interpretarse como una reacción a la nueva información y no como un reconocimiento de pasados errores.

Utilización del ICM

La vía de los tipos de cambio en el mecanismo de transmisión monetaria también es importante para juzgar y determinar la orientación general de la política monetaria, ya que tanto el tipo de cambio como los tipos de interés afectan a la demanda agregada, a la brecha de producción y a las presiones inflacionistas. Algunos bancos centrales han empleado incluso un índice de las condiciones monetarias (ICM), que es una media ponderada de un tipo de interés a corto plazo y de un tipo de cambio, y que se utiliza como instrumento de política y como medida de los cambios de orientación de la política. Dado un enfoque de esa clase, es más probable que se haga frente a las variaciones

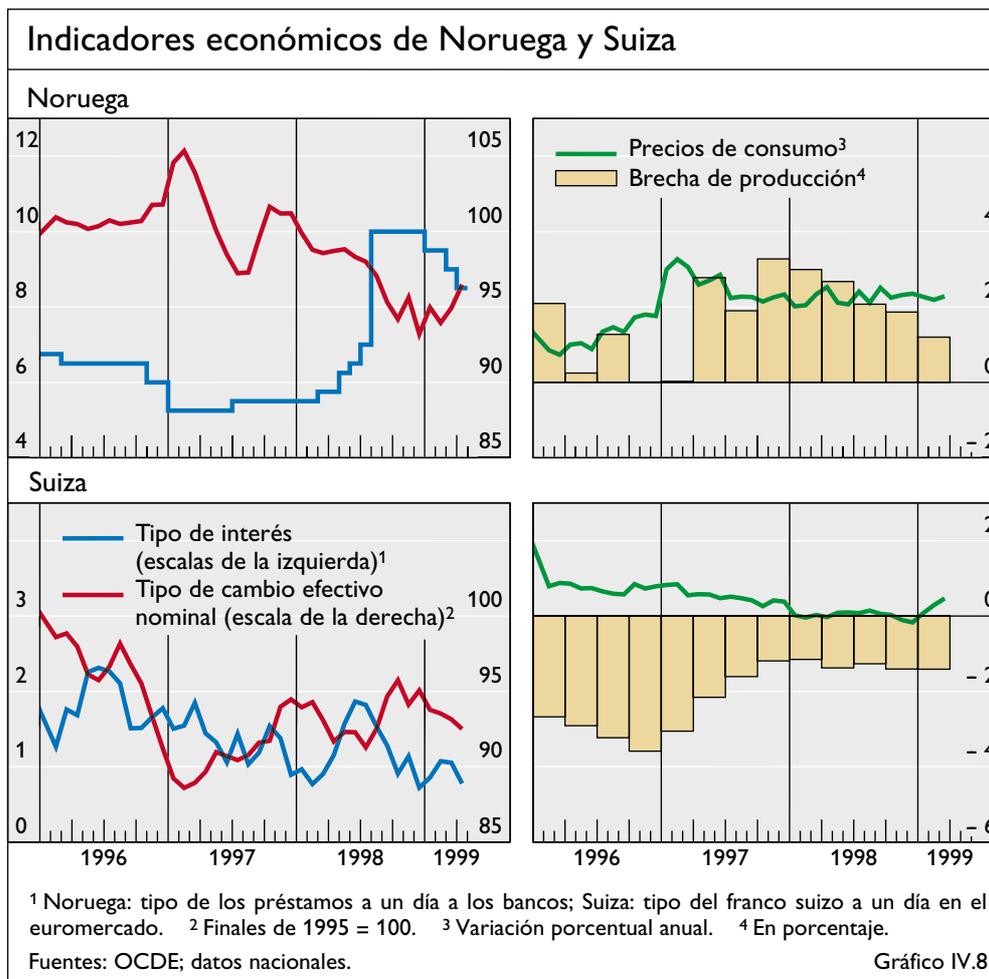
del tipo de cambio con variaciones compensatorias de los tipos de interés a corto plazo para mantener el ICM en el nivel deseado.

Sin embargo, los bancos centrales admiten perfectamente que la política monetaria no debe responder automáticamente a una variación de los tipos de cambio, sino que la respuesta correcta depende de la causa de esa variación: si se debe a cambios económicos reales, las autoridades monetarias no deben reaccionar; en cambio, si obedece a perturbaciones inflacionistas, deben reaccionar. Uno de los problemas de la utilización explícita de un ICM radica en que puede hacer creer a los participantes en el mercado que la política monetaria reaccionará automáticamente a las variaciones del tipo de cambio. El hecho de que la respuesta prevista de la política monetaria no se materialice, puede contribuir entonces a dar la impresión en el mercado de que el banco central ha perdido el control de la situación. Una considerable reducción de los tipos de cambio puede llevar, pues, a esperar nuevas reducciones. En esta situación, el objetivo principal de la política monetaria debe ser mantener la calma en los mercados de divisas. En Canadá, se produjo una situación parecida tras la moratoria rusa, cuando la moneda sufrió fuertes presiones y el Banco de Canadá tuvo que subir los tipos de interés enormemente para restablecer la confianza. Como los operadores tienden a veces a malinterpretar las variaciones del ICM, recientemente tanto el Banco de Canadá como el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia han anunciado que dejarán que el ICM fluctúe dentro de una amplia banda sin que responda la política monetaria.

Las consideraciones relacionadas con los tipos de cambio también influyeron en la gestión de la política monetaria en Suiza durante el periodo examinado. Desde el desmoronamiento del sistema de tipos de cambio fijos a principios de la década de 1970, los ajustes de las carteras provocados por perturbaciones de origen extranjero han generado repetidos episodios de apreciación del franco suizo, los cuales han tendido, a su vez, a frenar la actividad económica en Suiza. La tormenta que estalló en los mercados financieros internacionales durante el otoño de 1998 desencadenó otro episodio de ese tipo. En la situación actual de inflación casi nula y de una considerable brecha de producción, se pensaba que era fundamental oponerse a una apreciación del tipo de cambio para impedir que los precios sufrieran presiones a la baja en una situación de insuficiente crecimiento. El Banco Nacional Suizo respondió a estas variaciones inyectando abundante liquidez y reduciendo el tipo a un día por debajo del 1%, manteniendo así la política monetaria expansiva adoptada en los últimos años.

Aunque la introducción reciente del euro no ha tenido una repercusión inmediata en el tipo de cambio, cualquier variación a más largo plazo del tipo de cambio real entre el franco suizo y el euro podría influir significativamente en la situación económica de Suiza, dadas sus estrechas relaciones comerciales con la zona del euro. El Banco Nacional Suizo ha hecho saber, por tanto, que podría oponerse a esas variaciones, dependiendo de sus causas y su magnitud. Sin embargo, no se considera que sea una opción la fijación permanente del tipo de cambio. Como los mercados financieros esperan aparentemente una apreciación secular del franco suizo, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo provocaría una subida del nivel general de los tipos de interés en Suiza, lo que

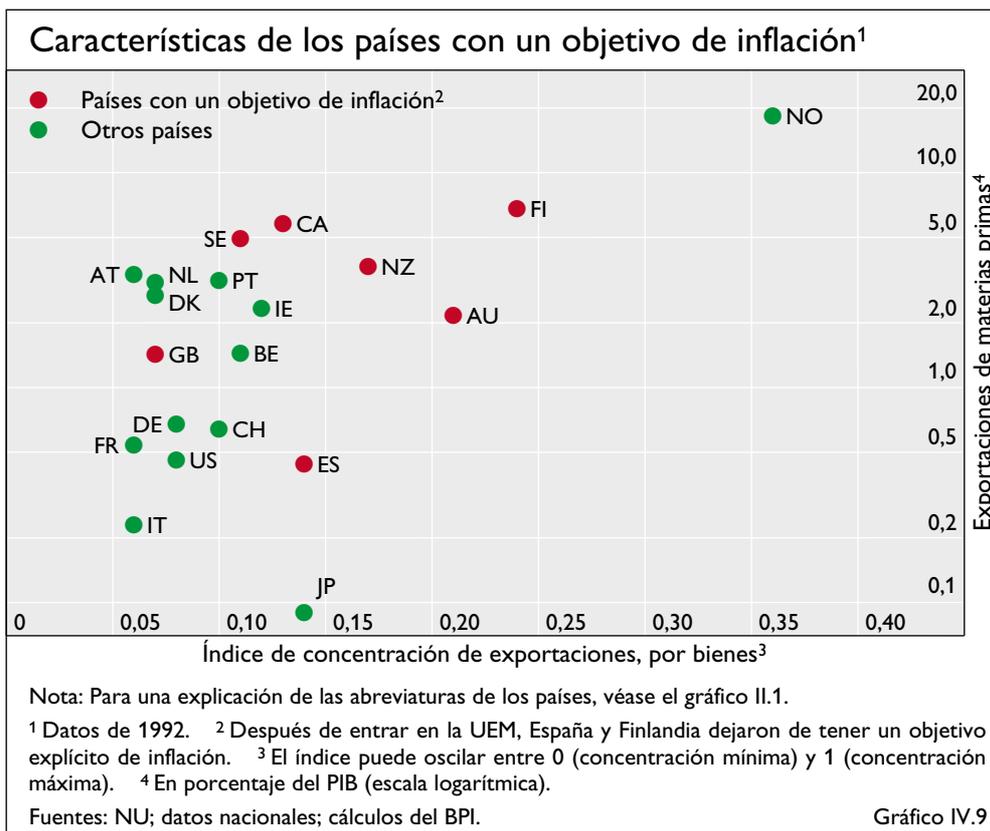
Importancia del  
tipo de cambio  
para Suiza



tendría consecuencias negativas para los sectores de la economía sensibles a los tipos de interés.

El tipo de cambio y los tipos de interés en Noruega

Las variaciones de los tipos de cambio también desempeñaron un importante papel el año pasado en la determinación de los tipos de interés en Noruega, donde la política monetaria va encaminada a mantener el tipo de cambio frente al ecu/euro dentro de una banda implícita, aunque sin presuponer que esta banda debe mantenerse en cualquier circunstancia. Según las instrucciones dadas por el gobierno al banco central de Noruega, si el tipo de cambio experimentara una notable variación, debería utilizarse la política monetaria para que retornase gradualmente a la banda. Cuando la corona noruega sufrió presiones a la baja en agosto de 1998, al igual que las monedas de otros países en cuyas exportaciones tienen un elevado peso las materias primas, se subieron los tipos de interés 3 puntos porcentuales en varias etapas. En total, se subieron 4,5 puntos porcentuales en 1998 para limitar la depreciación de la corona. Aunque este caso específico de endurecimiento quizá estuviera justificado para impedir que se recalentara la economía, muestra las dificultades que plantea la fijación de un objetivo para el tipo de cambio en los países en los que la relación de intercambio puede experimentar grandes variaciones. De hecho, como sugiere el gráfico IV.9, los países en cuyas exportaciones tienen un elevado peso las materias primas y que están



concentrados en una pequeña variedad de bienes, generalmente han tendido a adoptar un objetivo explícito de inflación. Este enfoque sólo obliga al banco central a responder a las variaciones del tipo de cambio en la medida en que influyan en las futuras presiones inflacionistas.

### La política monetaria en condiciones de estabilidad de los precios

La estabilidad de los precios y la probabilidad de que a veces haya que gestionar la política monetaria cuando los precios están bajando realmente, plantean algunas cuestiones a los bancos centrales. Por ejemplo, saber si un objetivo explícito de estabilidad de los precios es útil para impedir que un descenso de éstos conduzca a creer que continuarán descendiendo en el futuro y, en tal caso, averiguar las ventajas respectivas del objetivo de nivel de precios y del objetivo de inflación. También es importante saber si la política monetaria es menos eficaz cuando los precios están bajando (véase el capítulo II para un análisis de las implicaciones que tiene para la política monetaria el aumento de la rigidez de los precios nominales provocada por el descenso de la inflación de los últimos años).

Un importante motivo de preocupación una vez conseguida la estabilidad de los precios es que el descenso de los precios se retroalimente y desencadene una espiral deflacionista. En la coyuntura actual, no parecen existir muchos riesgos de que ocurra algo así. En primer lugar, Australia, Japón, Suecia y Suiza son los únicos países en los que los precios de consumo han bajado recientemente y, en general, sólo durante uno o dos trimestres. Por otra

El riesgo de que se desencadene una espiral deflacionista ...

parte, las medidas de la inflación subyacente normalmente no han sido negativas. En segundo lugar, la reducción de la inflación a un nivel bajo se ha debido en gran parte a un vertiginoso descenso de los precios de las materias primas y del petróleo, lo que ha provocado una reducción de los precios de importación. Dado que estos descensos de los precios reflejan en parte la repercusión de la desaceleración mundial en la demanda de productos básicos, pueden ser temporales. De hecho, el giro de los precios de las materias primas registrado desde principios de 1999 induce a pensar que el proceso puede estar cambiando de sentido. En tercer lugar, durante los últimos años los bancos centrales han dado un peso cada vez mayor al mantenimiento de la inflación en una trayectoria cercana a un objetivo explícito o implícito, y han subrayado la necesidad de responder simétricamente a las variaciones de la inflación por encima y por debajo de este objetivo. En el siglo XX, los casos en los que los precios han bajado bruscamente han estado relacionados directamente con iniciativas de política monetaria. El restablecimiento del patrón oro a los tipos de cambio existentes antes de la guerra en muchos países durante los años 20 y la insatisfactoria política monetaria adoptada durante la Gran Depresión, son casos de los que los bancos centrales probablemente han aprendido importantes lecciones. El hecho de que los bancos centrales de todo el mundo den más peso al mantenimiento de la inflación en un nivel bajo, pero positivo, debería reducir la probabilidad de que ocurran casos de deflación.

... disminuye por el mayor peso dado a la estabilidad de los precios en la política monetaria

#### *Antecedentes históricos*

Uno de los problemas que plantea la evaluación de las consecuencias de un descenso de los precios y de sus implicaciones se halla en que no se ha registrado casi ningún caso de este tipo desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Es, pues, necesario examinar los datos de periodos anteriores. El cuadro IV.1 muestra las tasas medias de inflación y las tasas de crecimiento de la producción de 10 países que se remontan a la década de 1880, indicando en columnas distintas los periodos de deflación y el resto. Dado que las perturbaciones transitorias pueden tener una gran repercusión en los niveles de precios, se considera que hay una deflación cuando el IPC baja al menos durante dos años consecutivos. Por otra parte, como los casos de deflación del periodo de entreguerras pueden ser diferentes de los casos anteriores a la Primera Guerra Mundial, el cuadro muestra los periodos 1882–1913 y 1923–39 por separado. Ni que decir tiene que para interpretar el cuadro debe tenerse presente que los datos históricos probablemente son de peor calidad que los modernos y que la estructura de las economías ha cambiado radicalmente en los últimos cien años, ya que la producción de servicios, que puede ser cíclicamente más estable, tiene un peso mucho mayor.

Frecuentes descensos de los precios antes de la Primera Guerra Mundial, sin que se desencadenara una reducción de la producción

El cuadro indica que los periodos de descenso de los precios eran bastante habituales antes de la Primera Guerra Mundial. Y lo que es más sorprendente, el crecimiento de la producción siguió siendo positivo durante estos periodos, si bien menor que en los de subida de los precios. En cambio, en los años de entreguerras los episodios de deflación fueron acompañados de una disminución de la producción real. Sin embargo, este resultado parece

Deflación en perspectiva					
	Periodos de deflación <sup>1</sup>		Otros periodos		Pro memoria: años de deflación
	Precios	Producción	Precios	Producción	
	Crecimiento porcentual anual medio				
1882–1913					
Estados Unidos	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Japón <sup>2</sup>	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Alemania	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Francia	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italia	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Reino Unido	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Canadá	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Bélgica	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Suecia	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Dinamarca	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
Media	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
1923–39					
Estados Unidos	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Japón	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Alemania <sup>3</sup>	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Francia	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italia	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Reino Unido	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Canadá	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Bélgica	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Suecia	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Dinamarca	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
Media	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
1923–39 salvo 1930–33					
Estados Unidos	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Japón	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Alemania <sup>4</sup>	-	-	1,6	7,1	0
Francia	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italia	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Reino Unido	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Canadá	-	-	0,6	6,6	0
Bélgica	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Suecia	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Dinamarca	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
Media	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

<sup>1</sup> Se considera que hay deflación cuando los precios bajan como mínimo durante dos años consecutivos. <sup>2</sup> 1885–1913. <sup>3</sup> 1926–38. <sup>4</sup> 1926–29 y 1934–38.

Fuentes: B.R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Cuadro IV.1

que se debe enteramente a la Gran Depresión. Como es razonable pensar que ésta fue provocada o exacerbada por errores de la política monetaria, es interesante observar que, si se prescinde de los años 1930–33, las tasas de crecimiento de la renta también fueron positivas, en promedio, durante otros episodios de descenso de los precios del periodo de entreguerras. Esta

La Gran Depresión fue una excepción

evidencia histórica induce a pensar, pues, que la idea de que la deflación reduce el nivel de producción se debe en gran parte a la experiencia de la Gran Depresión.

Es interesante elaborar hipótesis sobre las razones por las que los periodos de descenso de los precios no han ido acompañados de una reducción de la producción, salvo en el episodio de principios de los años 30. Hay dos explicaciones posibles. Dado que los descensos de los precios pueden deberse a una contracción de la demanda agregada o a una expansión de la oferta agregada, la primera posibilidad es que los periodos de descenso de los precios hayan ocurrido históricamente en un momento en el que la oferta agregada evolucionaba de una manera relativamente favorable. Piénsese en los casos de difusión de nuevas tecnologías como el ferrocarril y la electrificación a finales del siglo XIX y, más recientemente, la informática y las telecomunicaciones. La segunda explicación consiste en que los precios no bajaron durante mucho tiempo o lo suficiente para hacer creer que seguirían haciéndolo en el futuro. Esta conjetura la confirma el hecho de que los tipos de interés a largo plazo no bajaron mucho, por lo general, durante los periodos de descenso de los precios, salvo durante la Gran Depresión, debido probablemente a que los operadores de los mercados financieros creyeron que se trataba de un fenómeno temporal.

#### *Anclaje de las expectativas*

La importancia de anclar las expectativas

La hipótesis de que la Gran Depresión se agudizó por la tendencia del descenso de los precios a llevar a creer que seguirían descendiendo en el futuro, induce a pensar que es importante para los bancos centrales tratar de anclar las expectativas sobre la inflación en un bajo nivel, con el fin de que sean menos sensibles a la evolución de la economía. Por otra parte, en la medida en que la fijación de los precios dependa de las expectativas sobre su futura evolución, resulta útil anclar las expectativas a largo plazo, en el sentido de que puede reducirse la repercusión de una recesión económica en los precios.

¿Objetivo de nivel de precios u objetivo de inflación?

Una posible manera de impedir que un descenso de los precios conduzca a esperar nuevas bajadas es la adopción por parte del banco central de una definición numérica de la estabilidad de los precios. Recientemente, varios bancos centrales han fijado un objetivo explícito de inflación, que constituye el eje de su política monetaria. Sin embargo, en las situaciones en las que lo que se pretende es contrarrestar los descensos del nivel de precios, cabe preguntarse si tiene ventajas la adopción de un objetivo explícito (que podría elevarse con el paso del tiempo) para el nivel de precios. Una de las diferencias entre un objetivo de inflación y un objetivo de nivel de precios se halla en que el segundo obliga al banco central a contrarrestar las pasadas desviaciones con respecto al objetivo, mientras que el primero no lo hace. Esta diferencia podría ser importante en una situación en la que los precios bajaran inesperadamente. Con un objetivo de inflación, el banco central no tiene más que restablecer la inflación en la banda correcta. En cambio, con un objetivo de nivel de precios, también tiene que contrarrestar el hecho de que los precios no hayan alcanzado el objetivo. Por consiguiente, un descenso inesperado del nivel de precios podría hacer que la tasa esperada de inflación a corto plazo fuera más

alta con un objetivo de nivel de precios que con un objetivo de inflación, lo cual implica a su vez que los tipos de interés reales esperados podrían ser más bajos con un objetivo de nivel de precios que con un objetivo de inflación y la política monetaria podría ser más expansiva. Esos argumentos pueden explicar por qué el único caso en que un banco central ha adoptado un objetivo explícito de nivel de precios —cuando el Sveriges Riksbank abandonó la paridad de su tipo de cambio en 1931—, ocurrió en una situación en la que la principal tarea de la política monetaria era contrarrestar las tendencias deflacionistas.

Naturalmente, cualquiera que sea el objetivo adoptado, debe considerarse creíble para que sea eficaz. Esto induce a pensar que sería preferible introducirlo mucho antes de que se diera un episodio de descenso de los precios. Si se anunciara un objetivo explícito una vez que el nivel de precios ya sufre fuertes presiones a la baja, las autoridades correrían el riesgo de no poder cumplir su compromiso.

Importancia de la credibilidad

#### *Implicaciones de una inflación baja para la política monetaria*

Se admite, en general, que el mantenimiento de la inflación en un nivel muy bajo favorece el crecimiento económico y que, por lo tanto, es deseable. Sin embargo, el hecho de que algunos países hayan conseguido unas tasas de inflación cercanas a cero induce a pensar que, en el futuro, los bancos centrales pueden experimentar más a menudo breves episodios de descenso de los precios. Un posible motivo de preocupación en este contexto es la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja. De ser así, un descenso del nivel de precios podría elevar los salarios reales y reducir el empleo y la actividad económica. El segundo motivo de preocupación se debe a que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos. Si se produjera una perturbación que frenara la demanda y los precios comenzaran a bajar, los tipos de interés reales subirían, lo que podría reducir aún más la demanda agregada.

La posible rigidez a la baja de los salarios nominales ...

Aunque la evidencia empírica sobre la rigidez de los salarios nominales a la baja no es en modo alguno clara, hay al menos dos razones por las que no debe exagerarse la importancia de esa posible rigidez. Dado que en el pasado reciente raras veces se han registrado episodios de descenso de los precios, no es sorprendente que las reducciones de los salarios nominales hayan sido excepcionales. Si las tasas medias de inflación siguieran siendo próximas a cero durante largos periodos de tiempo, la flexibilidad a la baja de los salarios nominales podría muy bien aumentar. Por otra parte, el hecho de que los costos laborales unitarios puedan disminuir, aun cuando los salarios nominales se mantengan constantes, siempre y cuando la productividad esté aumentando, resta importancia a la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja.

... no debe exagerarse

Tampoco está claro que la eficacia de la política monetaria sea menor —y, en caso de serlo, cuánto— en las situaciones de descenso de los precios, debido a que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos. Es probable que los tipos de interés reales a largo plazo esperados sean más importantes en el mecanismo de transmisión que los tipos reales a corto

Los tipos de interés nominales no pueden ser negativos

plazo realizados. Como ya se ha señalado, es probable que los episodios de descenso de los precios sólo deban ser preocupantes cuando duren lo suficiente como para llevar a esperar nuevos descensos. También es necesario tener presente que la política monetaria afecta a la demanda agregada no sólo a través de los tipos de interés reales, sino también a través de los tipos de cambio y de la disponibilidad de crédito. La reducción de los tipos de interés a corto plazo nominales a cero puede muy bien bastar para estimular la demanda depreciando la moneda, siempre, por supuesto, que esta estrategia sólo sea seguida por uno o unos cuantos bancos. Por último, es probable que las medidas monetarias que tratan de reducir las restricciones crediticias sean eficaces, incluso si los tipos de interés nominales son cercanos a cero.

Sin embargo, los casos de descenso prolongado del nivel de precios constituyen un grave problema en la medida en que afectan a los precios de los activos. Especialmente preocupantes en este contexto son las caídas del valor de los activos utilizados como garantía en los préstamos bancarios. Dado que los precios de los activos están relacionados inversamente con los tipos de interés reales, una subida de los tipos de interés reales provocada por un episodio deflacionista podría tener una gran repercusión en el valor de la garantía y provocar así un endurecimiento de las condiciones crediticias, lo cual, a su vez, podría reforzar las presiones favorables a la recesión. Como sugiere la experiencia japonesa reciente, en la que el descenso experimentado por los precios desde principios de los años 90 ha debilitado la fuerza del sistema bancario, una reducción clara del nivel de precios podría muy bien influir en la situación económica, sobre todo a través de su repercusión en el sistema bancario.

## V. Conmoción en los mercados de activos

### Aspectos más destacados

Para un observador que sólo tuviera puntos de observación anuales, el periodo examinado parecería simplemente la prolongación de tendencias de años anteriores. En comparación con lo ocurrido a principios de 1998, los alcistas mercados de acciones alcanzaron nuevos máximos en la mayor parte del mundo industrial, los rendimientos de los bonos del Estado continuaron disminuyendo y los precios de la propiedad inmobiliaria consolidaron su recuperación. Apenas habría nada en esta descripción que revelara que los acontecimientos definitivos de este periodo ocurrieron durante los dos meses siguientes al anuncio de la moratoria de la deuda rusa a mediados de agosto de 1998. Durante este breve periodo, los mercados financieros de todo el mundo experimentaron extraordinarias tensiones, lo que llevó a los participantes en el mercado y a los responsables de la política económica a temer una inminente implosión del sistema financiero. Como parecía que los inversionistas huían de casi todos los tipos de riesgo, se evaporó la liquidez en los mercados financieros de las economías tanto industriales como emergentes, y muchos prestatarios no pudieron conseguir financiación ni siquiera a unos tipos de interés prohibitivos. Bajaron los precios de todas las clases de activos, salvo los de los bonos del Estado de los principales países industriales, y se interrumpió la emisión de nuevos títulos. Igualmente notable ha sido, sin embargo, la recuperación de los precios de las acciones registrada en la mayoría de los países desde noviembre de 1998 y el retorno de una relativa calma a los mercados de títulos de renta fija. En la primera parte de este capítulo se analiza la evolución de los precios de los activos en los países industriales y se exponen algunas reflexiones sobre cuestiones relacionadas con la valoración actual de los mercados de acciones.

Cabría pensar, sin embargo, que los acontecimientos del año pasado, a pesar de su extraordinario alcance, son el resultado lógico de la modernización del panorama financiero, tal como ha sido remodelado por la influencia conjunta de la innovación y la liberalización. Los mercados financieros mayores y más complejos asignan más eficientemente el capital y el riesgo, pero también están más expuestos a las tormentas, ya que las tensiones pueden propagarse con mayor rapidez que antes a segmentos más integrados del mercado. En la segunda parte de este capítulo se analizan algunas características destacadas de la conducta de los mercados financieros en los periodos de crisis, basándose en este caso —el más reciente— de conmoción de los mercados.

## Evolución de los mercados de activos en el mundo industrial

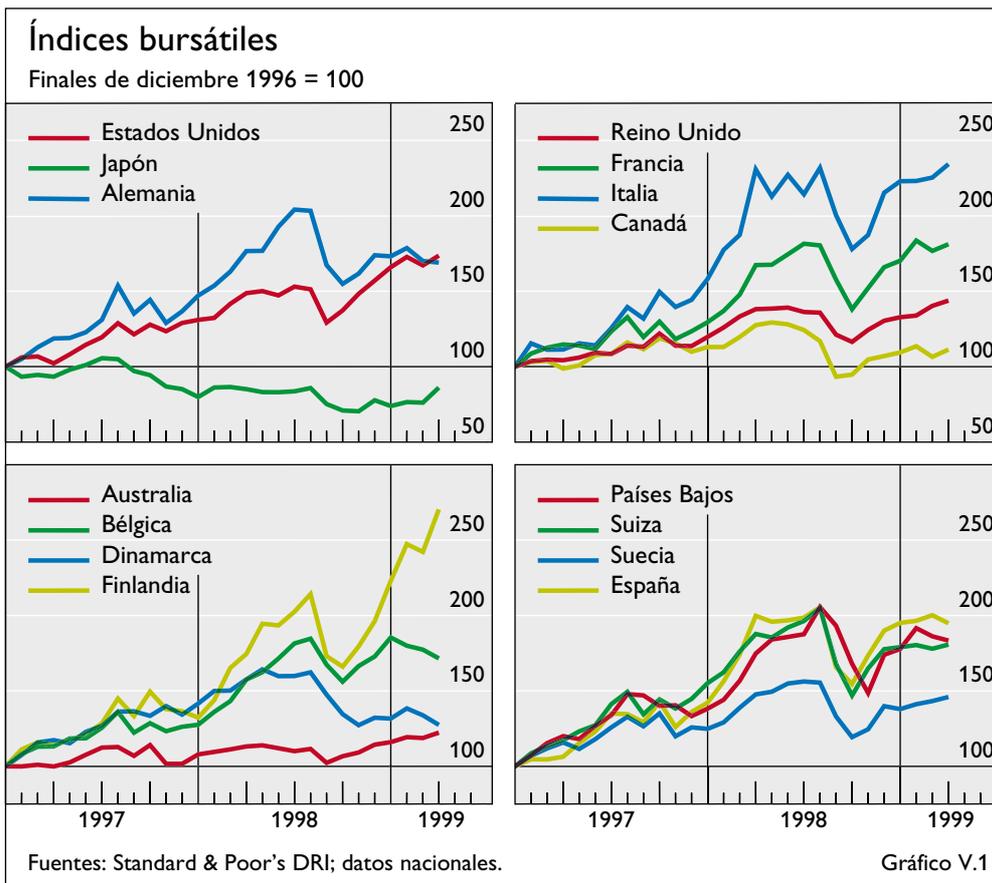
Los mercados financieros desarrollados, salvo el de Japón, habían demostrado ser considerablemente resistentes a la conmoción sufrida por el sudeste asiático en 1997. A principios de 1998, parecía que apenas había nada, salvo la consideración de criterios históricos de valoración, que pudiera poner en peligro la tendencia ascendente de los precios de los activos financieros. Se consideraba que el efecto del hundimiento de la demanda procedente de Asia era beneficioso porque frenaba las presiones al alza de los precios en América del Norte en un momento de favorables perspectivas de la demanda interna. En Europa, los mercados financieros ya estaban previendo los posibles beneficios de la introducción de la moneda única conforme desaparecía la incertidumbre sobre la composición inicial de la zona del euro. Dado que los precios de las acciones recuperaron el terreno perdido y sobrepasaron los máximos anteriores, el único rastro de la corrección de octubre de 1997 era un regusto de incertidumbre, ya que la volatilidad seguía siendo relativamente alta. Esta complacencia fue puesta en cuestión bruscamente por el anuncio ruso de una moratoria en una parte de su deuda. Este anuncio actuó como un catalizador, al impulsar una revisión general de las previsiones de los participantes en el mercado y provocar una reacción en cadena que afectó rápidamente a casi todos los segmentos del mercado, mermando en muchos casos su capacidad de funcionamiento. La disminución gradual de estas tensiones a partir de octubre de 1998 se vio facilitada por la suavización de la política monetaria en la mayoría de las principales economías, no sin que surgieran algunos temores sobre la rentabilidad y, a veces, sobre la supervivencia de algunos grandes intermediarios financieros.

### *Los mercados de activos*

Los bruscos  
descensos de  
los precios de  
otoño ...

Salvo la notable excepción de Japón, los precios de las acciones continuaron registrando máximos hasta mediados de 1998. En la mayor parte de los principales mercados, esta tendencia se interrumpió a mediados de julio con la preocupación por la repercusión de la crisis financiera asiática en los beneficios empresariales. La revisión del riesgo por parte de los agentes tras la moratoria de la deuda rusa presionó aún más a la baja sobre los precios. Como consecuencia de ello, los mercados de valores sufrieron los mayores reveses desde 1987: los principales índices del mercado bajaron en un 20–40% entre mediados de julio y la primera semana de octubre. La caída de los precios fue especialmente grave en Europa continental, debido quizá a los estrechos vínculos económicos de la región con Rusia y a la impresión simultánea de que estaba debilitándose la actividad económica. Los mercados de acciones de todas las grandes economías se recuperaron durante el cuarto trimestre de 1998, y, en muchos casos, los precios retornaron a los máximos alcanzados a principios del verano. Aunque la suavización de la política monetaria de Estados Unidos y Europa contribuyó a la recuperación, aunque sólo fuera como una muestra de la disposición de los bancos centrales a afrontar los peligros que entrañaba la tormenta de los mercados financieros, el ritmo de recuperación sorprendió a muchos observadores. La recuperación

... se invirtieron  
más tarde



fue especialmente fuerte en Estados Unidos, donde los precios de las acciones acabaron el año en máximos históricos. En Japón, por el contrario, la recesión continuó reduciéndolos durante la mayor parte del periodo examinado. Una subida del precio de las acciones bancarias, provocada por un aumento de la confianza de los inversionistas en la reestructuración planeada de este sector, contribuyó a una leve recuperación de las acciones japonesas durante el primer trimestre de 1999.

Los niveles actuales de los precios de las acciones pueden ser preocupantes, al menos cuando se comparan con sus valores históricos. La rentabilidad de los dividendos ha tendido a disminuir en casi todas las economías del Grupo de los Diez desde principios de la década de 1980, ya que los precios de las acciones han aumentado con mayor rapidez que los dividendos. Actualmente, salvo en Japón, Italia y Suecia, la rentabilidad de los dividendos se encuentra cerca de sus niveles más bajos, y ha alcanzado, de hecho, mínimos históricos en el Reino Unido y Estados Unidos (cuadro V.1). Suponiendo que los dividendos continúen aumentando a la misma tasa media de crecimiento que en el pasado, su bajo nivel general de rentabilidad implicaría que muchos mercados de valores están actualmente sobrevalorados. En el caso de Estados Unidos, el alza del mercado que comenzó a principios de los años 80 guarda una cierta semejanza con la de los años 50 y 60, que también se caracterizó por una disminución de la rentabilidad de los dividendos. Este prolongado periodo de recuperación de los mercados de valores terminó con el brusco

Los precios actuales son difíciles de explicar basándose en los antecedentes históricos ...

Indicadores de valoración de los precios de las acciones <sup>1</sup>								
	Rentabilidad del dividendo				Cociente precio/beneficios <sup>2</sup>			
	Mínima		Media	Marzo 1999 <sup>3</sup>	Máxima		Media	Marzo 1999 <sup>3</sup>
	nivel	año			nivel	año		
Estados Unidos	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japón	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Alemania	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Francia	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italia	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Reino Unido	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canadá	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Países Bajos	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Bélgica	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Suiza	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Suecia	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

<sup>1</sup> Desde 1973; basados en datos diarios. <sup>2</sup> Italia: desde junio de 1986; Reino Unido, desde 1980; Canadá: excluido el periodo 1991–94, durante el cual el cociente fue excepcionalmente alto debido a que los beneficios fueron muy bajos a causa de las cancelaciones (máximo en 1994: 504). <sup>3</sup> Finales de mes.

Fuente: Datastream. Cuadro V.1

descenso de los precios de las acciones tras la primera gran crisis de los precios del petróleo en 1973.

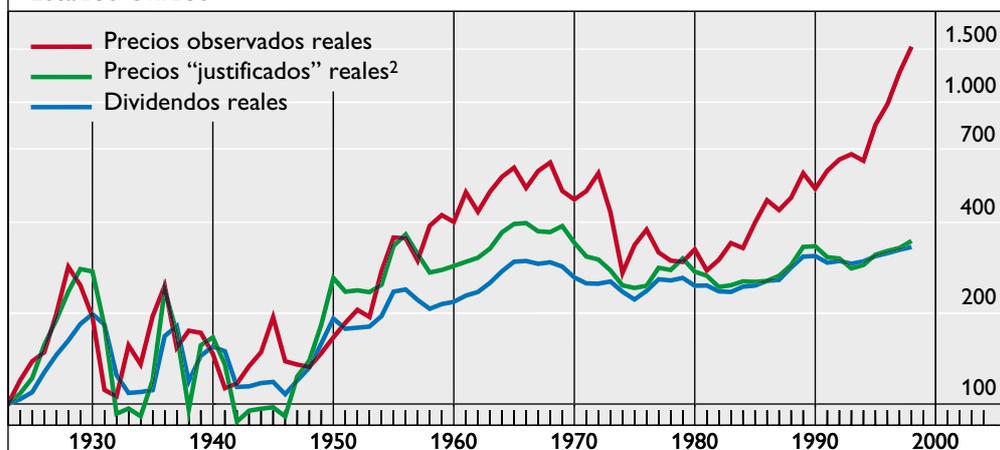
Una continua disminución de la rentabilidad de los dividendos sería coherente con las expectativas de un aumento permanente de la futura tasa de crecimiento de los dividendos reales. Si los inversionistas extrapolan las recientes tasas de crecimiento de los dividendos, el elevado crecimiento experimentado por éstos en el Reino Unido desde mediados de los años 80 y en Alemania desde mediados de los 90 podría ser, de hecho, una causa del crecimiento incluso mayor de los precios de las acciones en estos países. Sin embargo, queda sin explicar una parte significativa de las valoraciones actuales, ya que el crecimiento “justificado” de los precios de las acciones basado en este supuesto es inferior a las tasas observadas de subida de los precios de las acciones (gráfico V.2). Por otra parte, esta hipótesis no puede explicar el vigor mundial de los mercados de acciones, ya que el crecimiento reciente de los dividendos ha sido relativamente modesto en algunos países, como Estados Unidos y Francia, y ha disminuido en Canadá. Otra de las causas para esperar un aumento inminente de los dividendos sería un elevado crecimiento de los beneficios empresariales durante un largo periodo. Sin embargo, Alemania es el único país en el que el crecimiento de los beneficios ha sido superior al de los dividendos desde 1980. Los beneficios reales por acción han crecido más o menos a la misma tasa que los dividendos reales por acción en Estados Unidos y Francia y a una tasa menor en las demás economías del Grupo de los Diez (cuadro V.2). Por último, el reciente aumento del número de operaciones de recompra de acciones, sucedáneo frecuente del pago de dividendos, también podría ser una de las razones por las que una rentabilidad de los dividendos inferior a la media no tiene por qué indicar que el mercado de valores está

... o las tendencias recientes ...

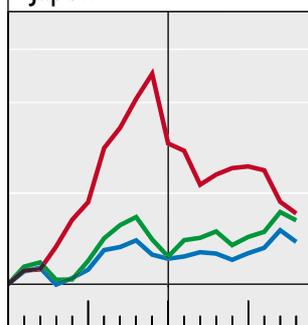
## Acciones: precio observado, precio “justificado” y dividendos

Índices deflactados por medio de los precios de consumo, a finales de año  
(escala semilogarítmica)<sup>1</sup>

### Estados Unidos



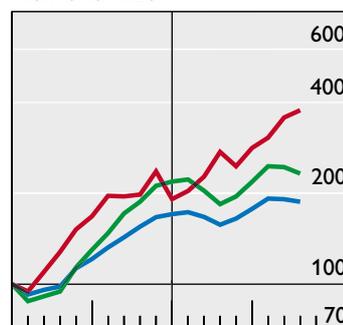
### Japón



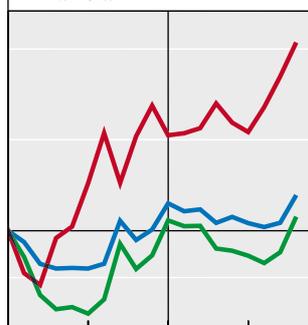
### Alemania



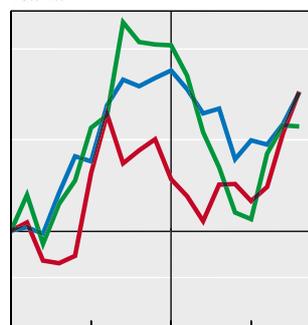
### Reino Unido



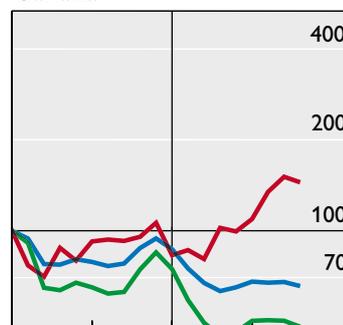
### Francia



### Italia



### Canadá



<sup>1</sup> En el caso de Estados Unidos, 1923 = 100; en el de los demás países, 1980 = 100. <sup>2</sup> Calculados suponiendo que los inversionistas extrapolan el crecimiento futuro de los dividendos a partir de su media pasada (véase Barsky y De Long: “Why does the stock market fluctuate?”, en *The Quarterly Journal of Economics*, mayo 1993).

Fuentes: Standard & Poor’s Statistical Service; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.2

sobrevalorado. Sin embargo, las operaciones de recompra de acciones, que han sido especialmente fuertes en Francia, Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, no afectan necesariamente a los niveles actuales de los cocientes precio/beneficios, muy superiores a las medias históricas en todos los mercados (cuadro V.1).

Dividendos reales y beneficios reales por acción <sup>1</sup>				
	Dividendos reales	Beneficios reales por acción		<i>Crecimiento futuro implícito de los beneficios<sup>3</sup></i>
	Tasa media de crecimiento anualizada			
	1980–98	con respecto al mínimo anterior <sup>2</sup>		
Estados Unidos	1,6	1,6	8,6	8,3
Japón	0,0	-2,1	-	7,0
Alemania	4,5	5,2	8,8	8,3
Francia	2,7	2,7	7,1	7,9
Italia	6,0	-0,2	7,6	7,5
Reino Unido	3,3	1,4	5,3	6,6
Canadá	-2,3	-5,6 <sup>4</sup>	2,7 <sup>4</sup>	9,3

<sup>1</sup> Deflactados por medio del IPC. <sup>2</sup> Salvo en el caso de Japón, ya que en este país el mínimo se alcanzó en 1998. <sup>3</sup> Tasa anual permanente esperada de crecimiento de los beneficios implícita en el cociente precio/beneficios de marzo de 1999 y el tipo de interés real a largo plazo, suponiendo una prima de riesgo de las acciones del 5%. <sup>4</sup> Excluido el periodo 1991–94, durante el cual los beneficios fueron excepcionalmente bajos debido a las cancelaciones.

Fuentes: Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

... ya que implican una aceleración del crecimiento de los beneficios ...

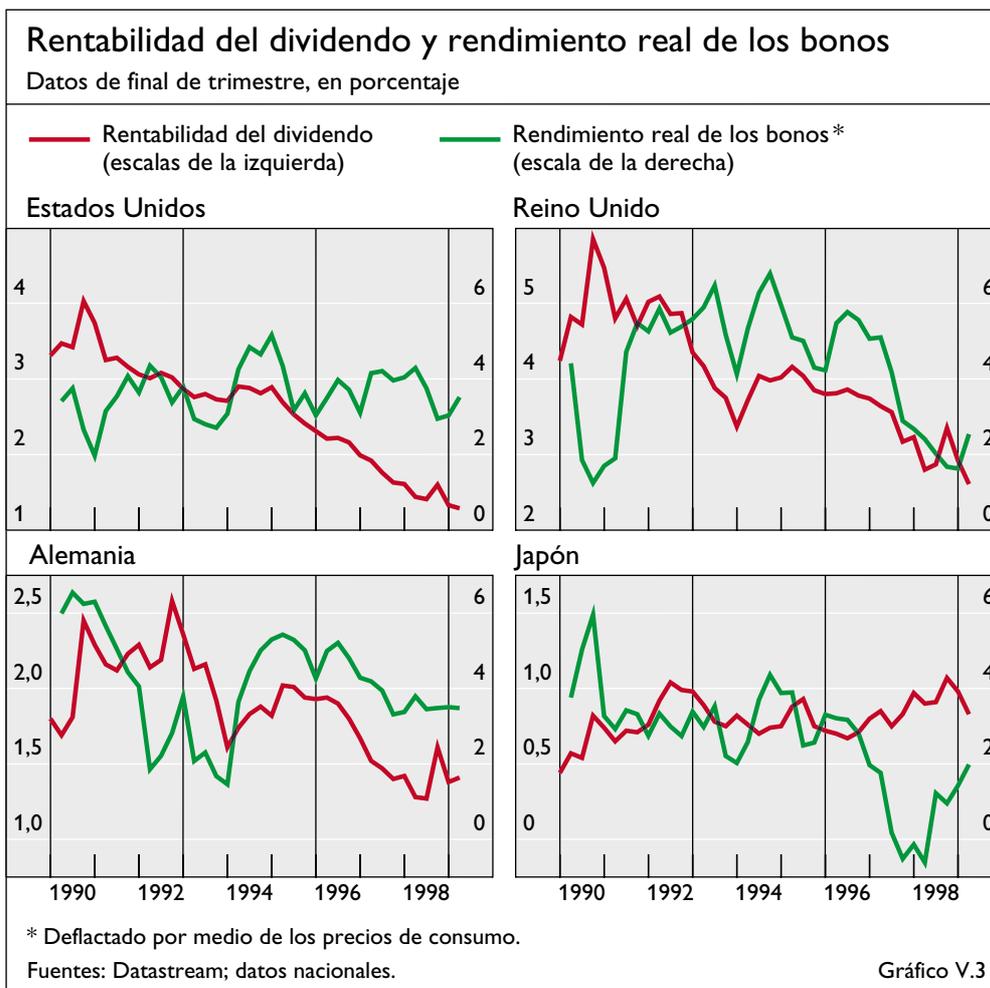
Esta conjunción de una baja rentabilidad de los dividendos y unos elevados cocientes precio/beneficios en muchos mercados podría deberse a que los inversionistas han previsto un crecimiento de los beneficios empresariales superior a la media. De hecho, se podría argumentar que la rápida adopción de nuevas tecnologías ha aumentado la eficiencia de las empresas. Suponiendo que los inversionistas esperan un cambio permanente de la rentabilidad de las empresas, la última columna del cuadro V.2 indica el futuro crecimiento de los beneficios implícito en los cocientes precio/beneficios y los tipos de interés a largo plazo de los países del Grupo de los Siete en marzo de 1999. Estas tasas implícitas de crecimiento de los beneficios son similares, en general, a las registradas desde el mínimo anterior, pero muy superiores a sus medias históricas. Tales expectativas serán razonables o no dependiendo en parte de que persista a largo plazo la aceleración del crecimiento de la productividad.

... o una reducción permanente de los rendimientos exigidos

El cálculo anterior puede sobrestimar la tasa esperada de crecimiento de los beneficios en la medida en que los inversionistas prevean que los tipos de interés a largo plazo descenderán aún más. De hecho, el descenso experimentado por los tipos reales en muchos países durante los últimos cuatro años ha contribuido significativamente a que continuara disminuyendo la rentabilidad de los dividendos (gráfico V.3). Sin embargo, no parece ser así en el caso de Estados Unidos, donde la rentabilidad de los dividendos se ha reducido a la mitad durante ese mismo periodo, mientras que los rendimientos reales de los bonos han girado en torno a un 3,5%, lo que plantea la posibilidad de que disminuya la prima que exigen los inversionistas para compensarlos por el mayor riesgo de tener acciones. Esa disminución podría deberse a la creencia de que la mejora de la gestión de la política fiscal y monetaria ha reducido la probabilidad de que se produzcan graves recesiones en el futuro.

Segmentación del mercado en Estados Unidos

Actualmente, las valoraciones agregadas de los mercados de acciones de Estados Unidos ocultan la existencia de considerables divergencias entre los

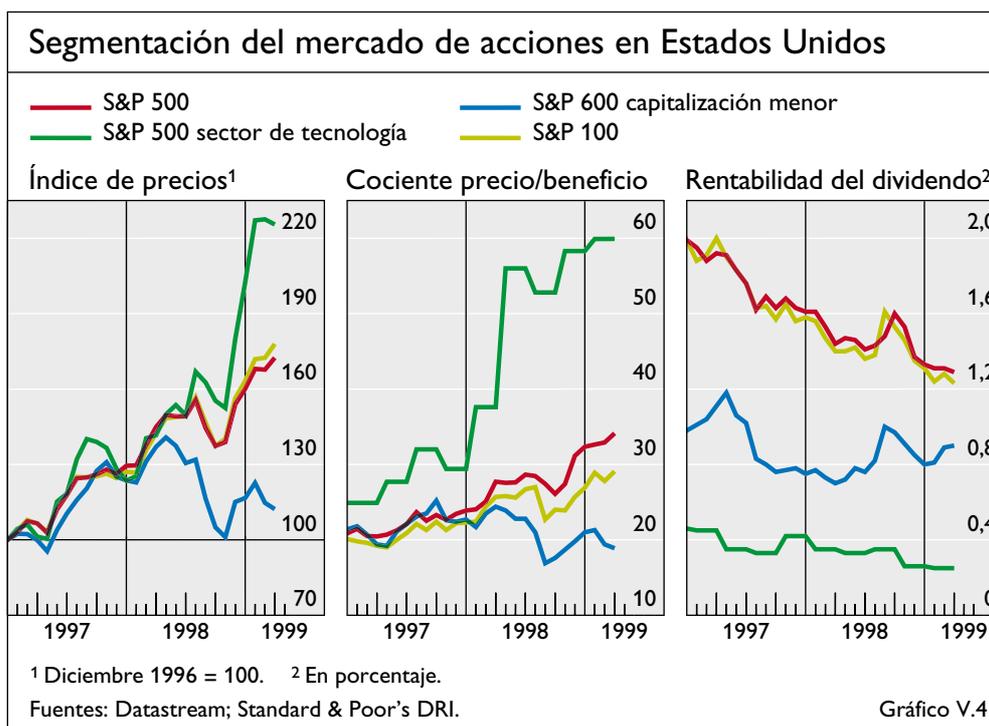


diferentes segmentos. Las acciones de las empresas que pertenecen al amplio campo de las tecnologías de la información y de las comunicaciones han obtenido unos resultados espectaculares en comparación con los del índice agregado de precios (gráfico V.4). El notable éxito que han tenido las emisiones de muchas de estas empresas ha provocado una oleada de actividad en el mercado primario, donde los precios a menudo se han disparado inmediatamente después de la entrada en bolsa de estas empresas. Este fenómeno podría interpretarse como un síntoma de un cambio de actitud hacia la composición de la financiación externa y de que la financiación bursátil está asumiendo el papel que antes desempeñaba la participación directa en la financiación de los proyectos sumamente arriesgados, pero potencialmente muy rentables. Así pues, aunque las valoraciones basadas en los niveles actuales de beneficios del sector tecnológico parezcan excepcionalmente altas en comparación con las valoraciones históricas, concuerdan mejor con la creencia de que la rentabilidad aumentará en el futuro y de que será similar a la que muestran normalmente las empresas de los sectores más desarrollados.

#### Los mercados de bonos

Durante el primer semestre de 1998, los tipos de interés a largo plazo continuaron bajando en los países industriales; en la mayoría de los casos, cayeron

La disminución tendencial de los rendimientos de los bonos ...



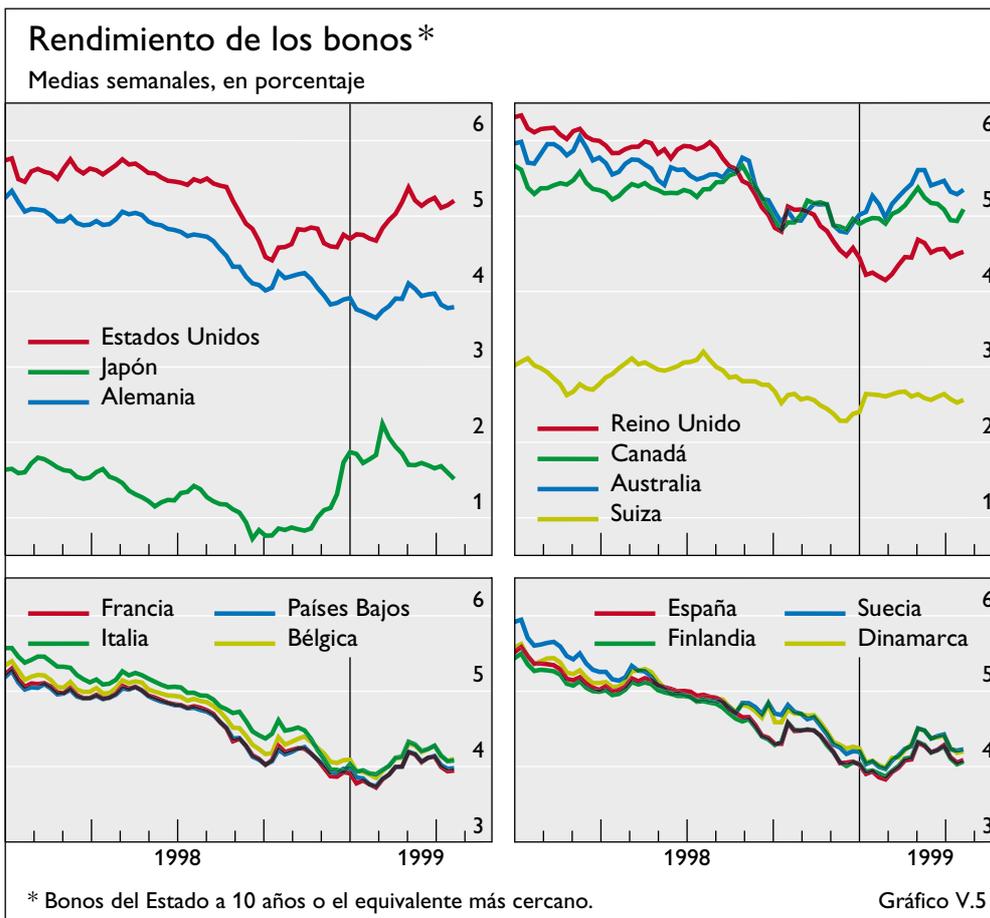
por debajo de la barrera del 5%. La situación favorable de la inflación, la política monetaria acomodaticia y la confianza en las perspectivas de la UEM contribuyeron a esta tendencia (gráfico V.5). Apenas había indicios de la tormenta financiera que iba a estallar. En julio, los indicadores de la volatilidad histórica e implícita de los rendimientos de los bonos se encontraban, de hecho, en su nivel más bajo o cerca de él, salvo en Japón. Un año después del comienzo de la crisis asiática, los bajos márgenes de la deuda estadounidense y europea, sobre todo en el caso de los instrumentos empresariales de menor calidad, parecían indicar la existencia de una cierta complacencia del mercado hacia el riesgo, confirmada por la continua entrada de fondos del sector privado en mercados emergentes situados fuera de Asia (véase el capítulo III).

... se aceleró en agosto ...

El repentino cambio de opinión del mercado provocado por la moratoria rusa interrumpió la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés a largo plazo que había caracterizado a los mercados financieros desarrollados desde finales de 1994. Los intentos de los inversionistas de librarse de la convulsión recurriendo a refugios tradicionales acentuó la tendencia descendente de los tipos a largo plazo de los bonos del Estado, pero hubo algunas diferencias entre los países. Las diferencias de rendimiento de los bonos aumentaron gradualmente con respecto a Estados Unidos y Alemania, ya que los tipos de interés bajaron aún más en estos dos países, pero la ampliación de los márgenes fue relativamente menor dentro de la futura zona del euro (gráfico V.6).

... pero se interrumpió en octubre ...

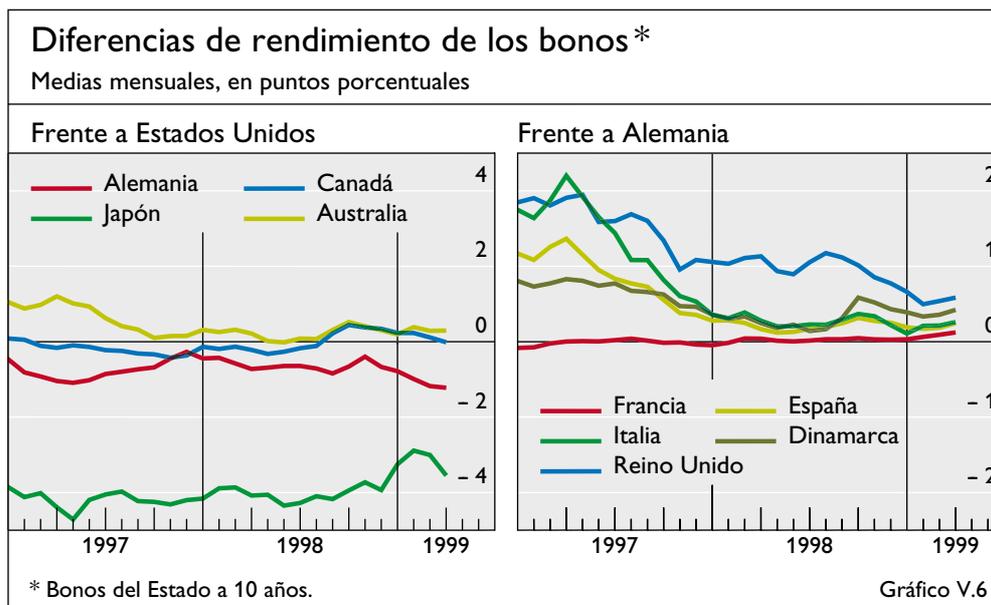
La huida general en busca de calidad culminó en la última semana de septiembre y principios de octubre. El aumento de la volatilidad del rendimiento de los bonos, tanto histórica como implícita, fue corroborado en octubre por un cambio de los rendimientos de los bonos



internacionales, que se recuperaron en la mayoría de los países (gráfico V.7). Estos acontecimientos se debieron, en parte, a las decisiones de los inversionistas de reducir su presencia en todo el mundo, como lo demuestra la liquidación en gran escala de las estrategias especulativas cortas con respecto al yen (*yen carry trades*), que contribuyó a la brusca apreciación de la moneda japonesa a principios de octubre (véase el capítulo VI). El mercado sufrió nuevas perturbaciones cuando los inversionistas sumamente apalancados liquidaron sus posiciones al contado y extracontables, para hacer frente a las demandas de cobertura suplementaria al caer los precios de los activos.

Al existir notables diferencias entre los países tanto en sus posiciones cíclicas como en su sensibilidad a las pérdidas registradas en los mercados emergentes, las variaciones de los tipos de interés a largo plazo se volvieron mucho menos sincrónicas cuando se recuperaron los rendimientos de referencia tras la crisis. En Estados Unidos, las tendencias al endeudamiento tanto de las empresas como de los hogares tendieron a agudizar los aumentos de los rendimientos de los bonos a partir de octubre de 1998 en el contexto de una fuerte economía. En Europa, por el contrario, las variaciones de los tipos y de los márgenes fueron mucho menores, debido en parte a los indicios de que la actividad económica era más débil de lo esperado, pero también a la influencia amortiguadora de la intermediación bancaria, tradicionalmente más importante en el continente europeo. En la zona del euro, el cambio de sentido de los

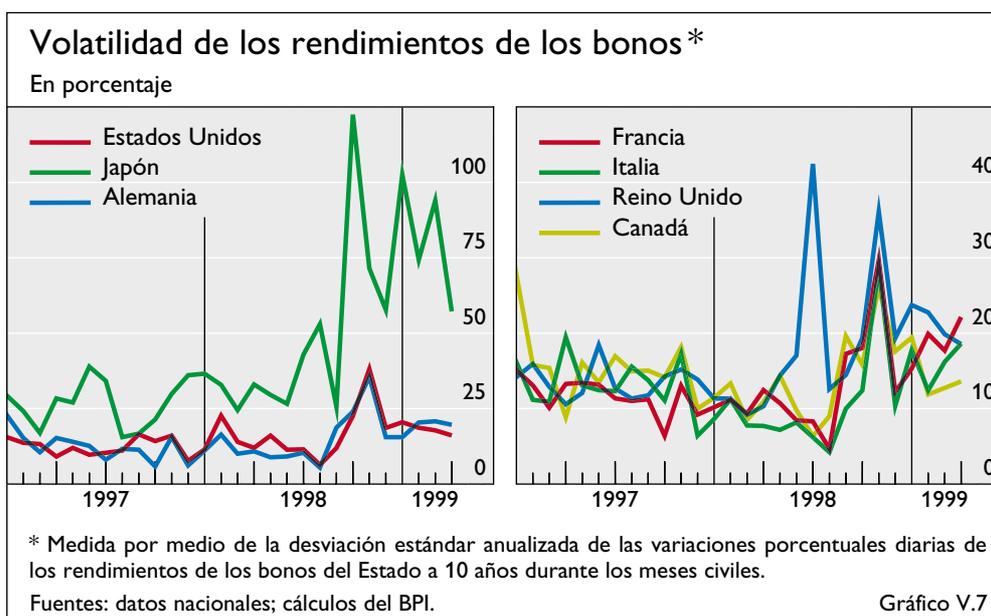
Continuó habiendo diferencias cíclicas ...



rendimientos de los bonos no se manifestó hasta el primer trimestre de 1999. La situación fue diferente, una vez más, en Japón. Los planes gubernamentales de expansión fiscal y recapitalización de los bancos provocaron una brusca inclinación de la curva de rendimiento a finales de año, cuando el Ministerio de Hacienda y el Banco de Japón cambiaron temporalmente de política con la idea de restringir la compra y la utilización de bonos del Estado a largo plazo por parte de este último.

... cuando volvió la calma a los mercados

La reducción gradual de los márgenes hasta situarse entre mediados de octubre y finales de noviembre en los niveles en los que se encontraban antes de la crisis, mostró que la recuperación de la confianza de los mercados era desigual. Los indicadores de la volatilidad disminuyeron considerablemente, si bien permanecieron en unos niveles elevados en comparación con el primer



semestre del año. En muchos casos, las medidas adoptadas por las autoridades contribuyeron significativamente a restablecer la liquidez y convencieron a los agentes de que, en conjunto, los precios mundiales de los bonos eran más acordes con las variables fundamentales. En Europa y Estados Unidos, los mercados reaccionaron positivamente al calendario de medidas monetarias durante las repercusiones de la crisis. Asimismo, el acuerdo sobre un programa económico para Brasil indicó que la comunidad internacional estaba firmemente decidida a contener el contagio, contribuyendo así a disipar el temor de los inversionistas a que se agravara la crisis financiera en los mercados emergentes.

#### *Los mercados inmobiliarios*

En la mayoría de los países industriales, los precios de la propiedad inmobiliaria subieron en 1998. Sin embargo, en algunos países los niveles actuales ajustados para tener en cuenta la inflación siguen siendo inferiores a los máximos alcanzados en la primera mitad de la década de 1990. Las subidas de los precios de las viviendas han sido mayores en los países nórdicos, el Reino Unido e Irlanda, mientras que en la mayoría de los mercados de Europa continental han evolucionado simplemente al mismo ritmo que la inflación. En Japón, los precios del suelo han continuado descendiendo de una manera gradual pero ininterrumpida con respecto al máximo alcanzado en 1990. Los precios de las viviendas actualmente son un 30% más bajos que ese máximo, mientras que los del sector de suelo para uso comercial, que se ha visto más afectado, sólo son algo más de una cuarta parte de su valor máximo. La aceleración que experimentó el ritmo de descenso de los precios del suelo japonés para uso comercial el año pasado, aunque pequeña, ha hecho resurgir el temor a que la recuperación de la actividad económica sea más difícil de lo previsto, dada la sensibilidad del balance del sector bancario a los precios de la propiedad inmobiliaria. Fuera de Japón, los resultados del segmento del suelo para uso comercial han sido, por lo general, mejores, y los precios han experimentado subidas de dos dígitos en muchas ciudades, indicando también en muchos casos el cambio de sentido de la reciente tendencia descendente. La elevada demanda de suelo para oficinas, unida al ritmo relativamente lento al que se han construido nuevos edificios en los últimos tiempos, ha contribuido a esas subidas de los precios.

A pesar del impulso dado por el dinamismo de las variables fundamentales, los agentes de la propiedad inmobiliaria no salieron indemnes de las tensiones en los mercados financieros durante el segundo semestre de 1998. Las primas de los títulos hipotecarios en el mercado de Estados Unidos se duplicaron al exigir los inversionistas una mayor compensación por el riesgo en el mes de agosto, y las emisiones sufrieron un serio revés durante el tercer trimestre del año. Asimismo, el endurecimiento de los criterios y las condiciones de los nuevos préstamos por parte de los bancos repercutió negativamente en la capacidad de los inversionistas en el sector inmobiliario para conseguir financiación para nuevas operaciones. A pesar de la influencia atenuante de estos factores, el precio de la propiedad inmobiliaria para uso comercial subió un 20% en Nueva York en 1998.

Los precios de la propiedad inmobiliaria confirmaron su recuperación

Precios de la propiedad inmobiliaria (nominales y ajustados para tener en cuenta la inflación)								
	Precios nominales				Precios ajustados para tener en cuenta la inflación			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Índices, 1994 = 100								
Precios de las viviendas								
Estados Unidos	101	106	113	119	99	100	104	108
Japón <sup>1</sup>	97	96	94	91	97	96	93	89
Alemania <sup>2</sup>	99	99	94	89	97	96	89	84
Francia	100	101	102	105	98	98	97	100
Italia	101	98	93	94	96	90	83	83
Reino Unido	101	104	114	127	97	99	104	112
Canadá	95	95	98	97	93	92	93	91
España	104	105	107	112	99	97	97	100
Países Bajos	104	114	125	133	102	110	118	123
Australia	101	102	106	114	97	95	99	105
Suiza	95	90	85	85	94	88	83	82
Bélgica	105	109	114	116	103	106	108	109
Suecia	100	101	107	118	98	98	104	114
Dinamarca	108	119	133	143	105	114	124	132
Noruega	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlandia	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlanda	107	120	139	171	105	115	132	158
Precios de la propiedad inmobiliaria para uso comercial: grandes ciudades								
Nueva York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokio <sup>1</sup>	83	72	66	59	83	72	65	58
Francfort	97	97	97	105	95	94	92	98
París	89	83	88	102	88	80	83	96
Milán	100	91	88	111	95	84	79	98
Londres	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto <sup>3</sup>	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sidney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zúrich	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruselas	100	106	109	109	99	102	104	103
Estocolmo	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhague	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublín	112	134	169	241	109	128	160	222

Nota: Los datos de 1998 son preliminares en el caso de los Países Bajos, Bélgica y Dinamarca.  
<sup>1</sup> Precios del suelo. <sup>2</sup> Cuatro grandes ciudades. <sup>3</sup> Índices de precios de las oficinas en Ontario.  
Fuentes: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; otras asociaciones privadas del sector inmobiliario; datos nacionales. Cuadro V.3

## Características de los mercados financieros en dificultades

La mayoría de los contratos financieros representan algún tipo de transferencia intertemporal de riqueza, por lo que las transacciones realizadas en los mercados financieros son más sensibles a los cambios de las expectativas de los agentes sobre el futuro y de su confianza en el proceso de mercado. Esta confianza suele aumentar cuando mejora la rentabilidad y las presiones competitivas animan a asumir riesgos, mientras que puede tambalearse con los acontecimientos que ponen en cuestión la evaluación vigente de los riesgos. Cuando disminuye la confianza de los inversionistas tras esos acontecimientos, se producen poderosas interacciones entre su evaluación de la capacidad de los prestatarios para cumplir sus compromisos y sus expectativas sobre la existencia de contrapartes en el mercado secundario de títulos. Ello conduce, a su vez, a una dinámica de precios atípica, que puede exacerbar aún más las tensiones existentes en los mercados, invalidando las proyecciones anteriores del capital necesario basadas en el supuesto de que la situación existente en los mercados es normal y llevando a los inversionistas a huir en busca de seguridad y de liquidez. Este tipo de ciclos no constituye, desde luego, un fenómeno nuevo: la historia financiera contiene numerosos ejemplos de ciclos de abundancia y escasez. El nuevo elemento es el aumento de la vulnerabilidad de la estructura financiera actual, provocado por el rápido crecimiento de los mercados y de las instituciones y por la creciente complejidad e interdependencia de sus relaciones.

### *Cambios de opinión de los inversionistas*

El enorme aumento de las primas de riesgo y de liquidez, unido al descenso de las emisiones de títulos de casi todas las clases de activos tras el anuncio de la moratoria rusa, parece indicar una reducción en gran escala de la oferta de capital de riesgo. Resulta difícil, sin embargo, conciliar la insignificante proporción que representaban los títulos denominados en rublos en las carteras mundiales de inversión con la magnitud y el alcance de las tensiones sufridas por los mercados financieros desarrollados. La importancia de este acontecimiento se comprende mejor si se piensa en su contribución catalizadora, al impulsar una revisión fundamental de la disyuntiva entre el riesgo y el rendimiento existente en ese momento. Se interpretó que el anuncio de la moratoria indicaba un cambio de régimen, dado que en los últimos años la aplicación de los programas oficiales de ayuda había impedido sistemáticamente cualquier incumplimiento unilateral de los deudores soberanos.

La relación media entre el riesgo percibido *ex ante* y los rendimientos realizados *ex post* de un corte transversal de distintas clases de activos financieros puede emplearse como indicador de la actitud de los inversionistas hacia el riesgo. Esta relación es claramente positiva cuando el deseo de los inversionistas de obtener mayores rendimientos es superior a su preocupación por el riesgo. Durante esos periodos, la mejora de la opinión de los inversionistas fomenta su interés por las clases de activos consideradas más arriesgadas por su historial de mayor volatilidad. Presionando al alza sobre sus

Los cambios de actitud hacia el riesgo ...

... influyen en los precios de los activos ...

precios, el aumento de su demanda eleva de una manera desproporcionada, aunque temporal, los rendimientos realizados de esos activos. Y a la inversa, los rendimientos de las clases de activos que entrañan más riesgo son los más perjudicados cuando los temores de los agentes los impulsan a buscar la seguridad (gráfico V.8).

Es posible identificar los cambios bruscos del indicador del clima de opinión reinante en los mercados con una serie de recientes episodios de convulsión del mercado, como la crisis de la bolsa de valores de 1987, las tensiones de los mercados de bonos y la crisis de México de 1994–95, así como, más recientemente, la crisis asiática de 1997 y los acontecimientos del pasado otoño. La aparente evolución conjunta de la actitud de los agentes hacia el riesgo y de la liquidez del mercado de dinero en los grandes centros financieros, induce a pensar que su deseo de obtener mayores rendimientos se aviva cuando hay oportunidades baratas de apalancamiento y se invierte frecuentemente cuando estas oportunidades desaparecen. Los bajos niveles de los tipos de interés también pueden llevar a los inversionistas a subestimar el riesgo por el efecto generalmente beneficioso que producen en las valoraciones de las carteras.

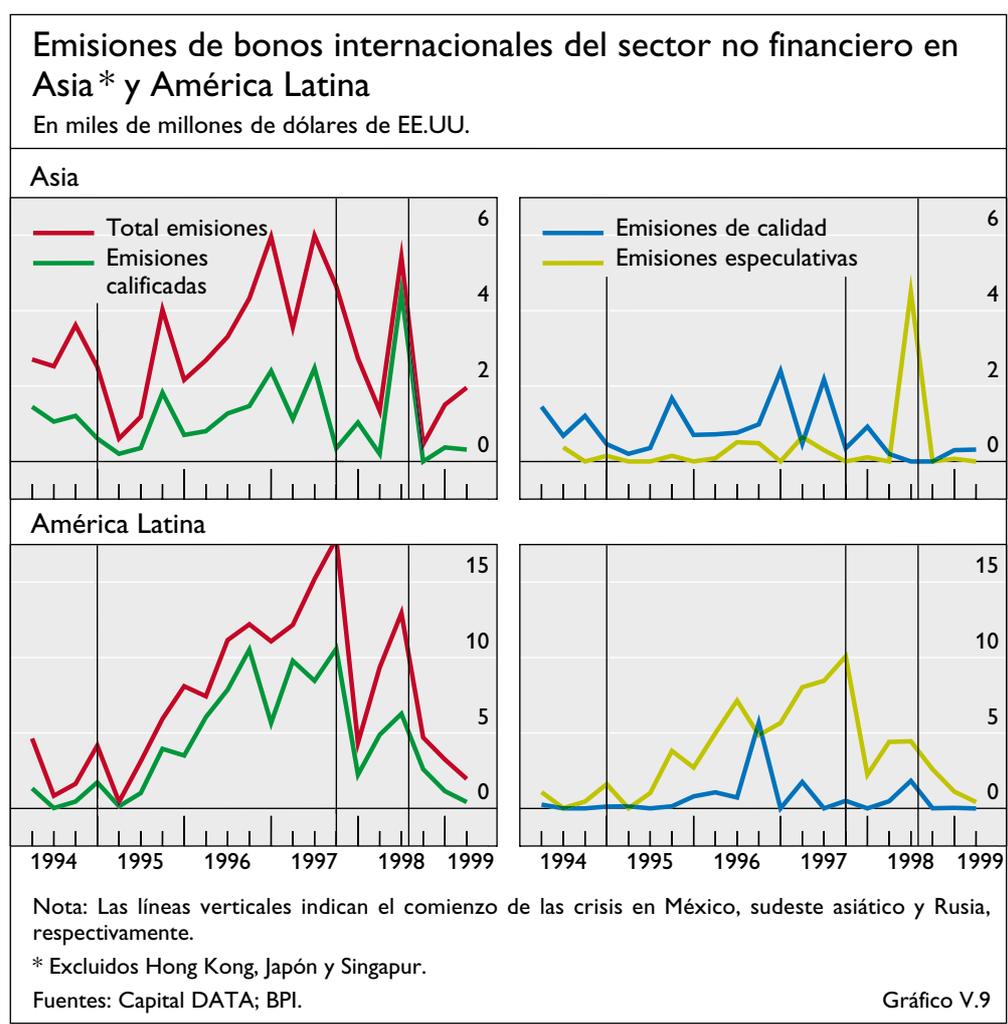
La relación entre la composición de los prestatarios y el volumen de emisiones en el mercado primario internacional de bonos también puede mostrar la influencia de los cambios de actitud de los inversionistas hacia el riesgo en la oferta total de capital de riesgo. Un encarecimiento diferenciado de los costos de la financiación externa que reflejara las diferencias de opinión sobre la solvencia de los prestatarios sería una primera indicación lógica de un empeoramiento de la confianza del mercado. Incluso podría darse el caso de que algunos prestatarios no bancarios fueran totalmente excluidos del mercado de crédito y que las nuevas emisiones de títulos quedaran reservadas para los más solventes. La distribución del crédito puede verse afectada aún

... y en los flujos financieros



más por las variaciones de los costos de financiación de los bancos, en la medida en que ellos mismos recurren a los mercados de títulos para conseguir fondos.

El gráfico V.9 muestra la cantidad de bonos emitidos por el sector no financiero en Asia y América Latina, desglosada según la calificación del crédito. En el periodo que culmina en las crisis, aumentó vertiginosamente la emisión de bonos considerados de baja calidad, principalmente de prestatarios soberanos de América Latina en 1997 y de ambas regiones en 1998. Las crisis de los dos últimos años parecen, en este sentido, correcciones tras periodos anteriores de excesos especulativos y carteras sobredimensionadas. En el peor momento de la crisis, parecía que la diferenciación entre los emisores dependía menos de la calidad de las calificaciones que de su propia existencia. En todos los casos examinados, el endurecimiento del crédito adoptó principalmente la forma de una brusca reducción de la proporción de emisiones no calificadas. Por último, tras la moratoria de la deuda de Rusia, tanto los bonos calificados de inversiones de calidad como los bonos especulativos sintieron por igual el profundo empeoramiento de las condiciones crediticias, ya que la liquidez se evaporó casi por completo. En particular, no hubo casi ninguna emisión no calificada en el sector no financiero privado. Este síndrome de abundancia y escasez confirma la idea de



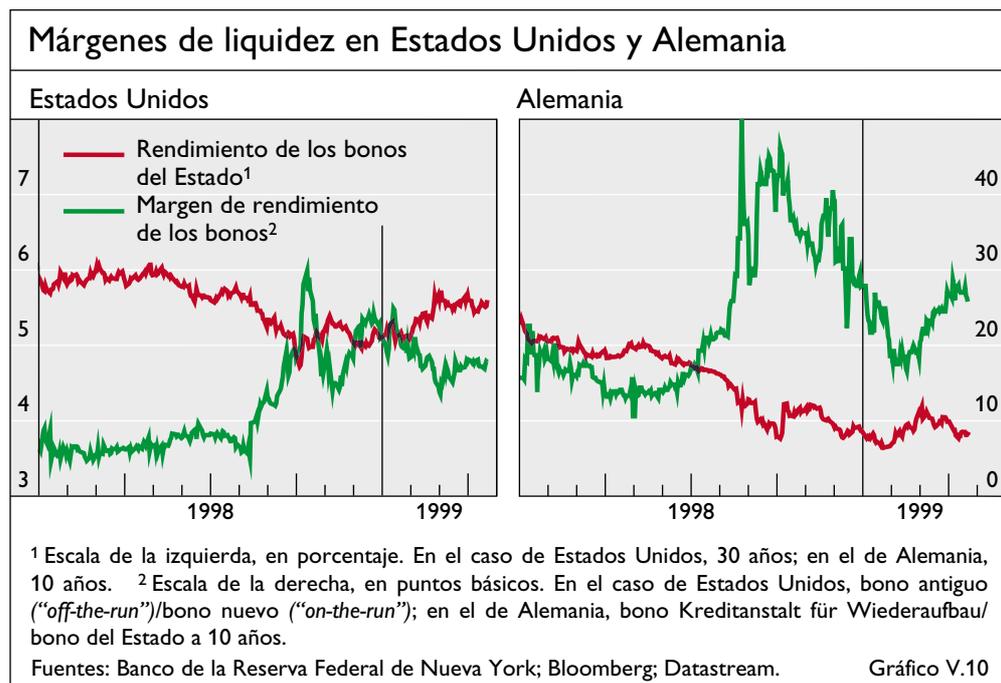
que la crisis financiera de agosto de 1998 fue en gran medida un fenómeno relacionado con la oferta, provocado por una reducción de la disponibilidad de capital de riesgo y por la amenaza de posibles pérdidas en los bancos y en las sociedades de valores.

#### *Huida en busca de calidad y de liquidez*

La huida general del riesgo cuando los mercados sufren tensiones suele tener su origen en una preocupación perfectamente identificada por la calidad del crédito, pero puede traducirse más tarde en una verdadera crisis de liquidez. Es importante distinguir los cambios de opinión sobre la solvencia de los prestatarios de las perturbaciones más generales relacionadas con el propio funcionamiento de los mercados de crédito. La interacción del riesgo crediticio y el riesgo de liquidez parece haber influido significativamente en las interdependencias entre los mercados y el ritmo de propagación de la crisis durante los dos últimos años.

Unas cuantas anomalías muestran cómo se rompió la relación normal de precios entre los márgenes y el riesgo de la contraparte, y también ayudan a situar la frontera entre una huida en busca de la calidad del crédito y una huida en busca de liquidez. En primer lugar, los notables aumentos de los márgenes no podían atribuirse totalmente al riesgo crediticio en algunos casos, puesto que reflejaban una reducción del rendimiento de activos seguros y no un aumento de los tipos de los créditos muy arriesgados. En segundo lugar, las diferencias de rendimientos entre la emisión de bonos del Tesoro de Estados Unidos a 30 años, que sirve de referencia, y otras emisiones menos recientes alcanzaron su máximo en un nivel de más de 30 puntos básicos a mediados de octubre, indicando un brusco aumento de la demanda de liquidez ofrecida por la nueva emisión “on-the-run” (gráfico V.10). Asimismo, el margen entre el bono Kreditanstalt für Wiederaufbau a 10 años y la emisión de referencia de bonos

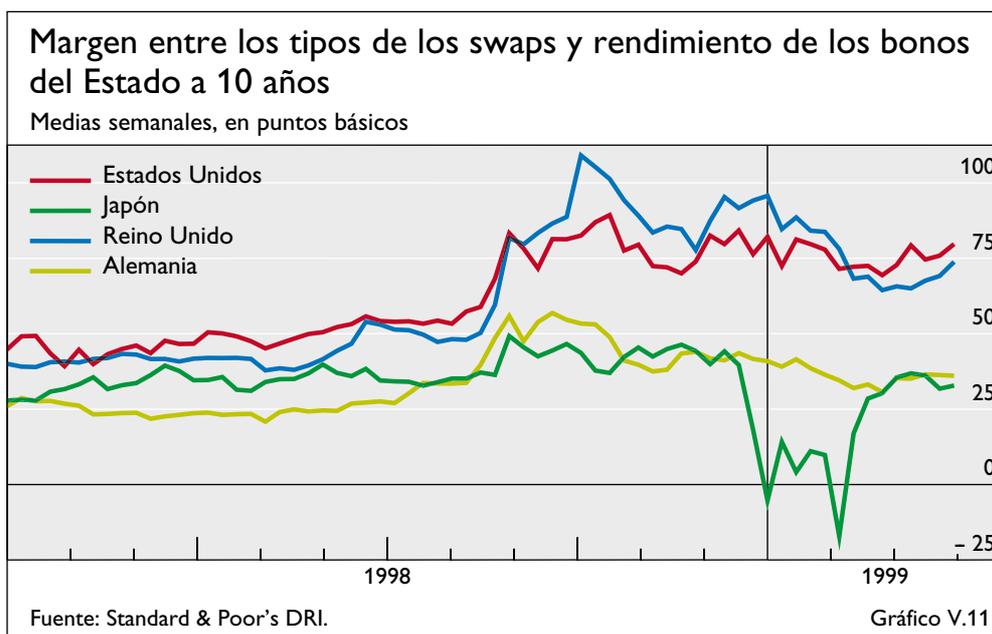
La ruptura de las relaciones normales de precios ...



del Estado alemán de idéntico vencimiento se duplicó con creces en sólo dos semanas el pasado agosto. Dado que ambos bonos se benefician de la misma garantía del Estado, este aumento tuvo que deberse a la menor liquidez del primero en los mercados internacionales de bonos. Por último, los rendimientos de los eurobonos de empresas mejor calificadas en los mercados secundarios convergieron claramente en septiembre, y el hecho de que después evolucionaran en gran medida al unísono indujo a pensar que su comportamiento estaba motivado por necesidades de liquidez de las instituciones financieras más que por la probabilidad de incumplimiento por una u otra empresa.

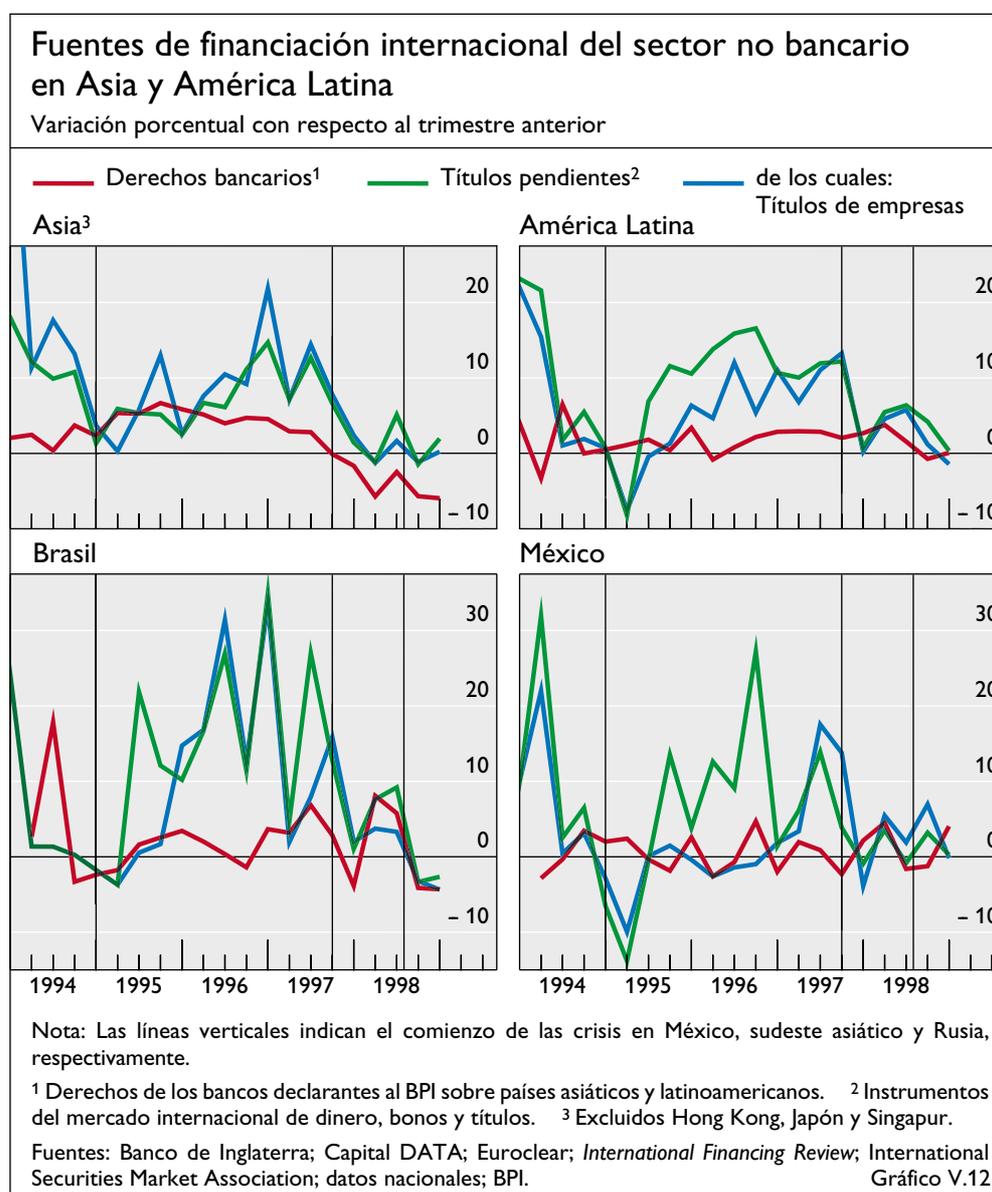
Los notables aumentos de los márgenes también sirven para poner de relieve lo complejas que son las prácticas de gestión de riesgos de los intermediarios. El repentino aumento de los márgenes de los swap en Estados Unidos y Europa concordaba con una revisión mundial del precio del riesgo crediticio, en la medida en que los propios agentes al por mayor tenían posiciones de riesgo en mercados emergentes y en entidades apalancadas. Sin embargo, las considerables fluctuaciones observadas en el mercado alemán de swaps no pueden atribuirse simplemente a factores crediticios (gráfico V.11). De hecho, se deben en parte a una sustitución de los contratos de futuros *Bund* por swaps como instrumentos de cobertura de las posiciones largas en los mercados de derivados. Al dispararse los costos de la cobertura debido a la ampliación de los márgenes y a la disminución de los rendimientos de los contratos *Bund*, los creadores de mercado tuvieron que recurrir a los swaps como alternativa más barata que los futuros. Los intermediarios financieros, que eran la contraparte de los creadores de mercado, tenían a su vez crecientes posiciones largas en swaps que tenían que contrarrestar. Todo esto acabó produciendo un contagio en el mercado de swaps, ya que las ventas concomitantes de swaps redujeron sus precios, lo que ejerció enormes presiones sobre sus tipos fijos.

... interfiere en las prácticas de gestión del riesgo



La existencia de una relación personal como un aspecto de los préstamos bancarios ...

La pauta de financiación internacional neta en Asia y América Latina da una idea de las interdependencias entre las instituciones financieras y los mercados en diferentes episodios en los que los inversionistas han huido del riesgo. La liberalización financiera ha animado a los prestatarios a obtener fondos con unos costos más bajos, recurriendo a los mercados internacionales de bonos. Sin embargo, una regularidad empírica perfectamente documentada es que los prestatarios de mayor riesgo continúan recurriendo a los bancos, porque éstos los ayudan mejor en tiempos de inestabilidad financiera. De hecho, pueden recurrir más a ellos en los periodos de mayor aversión al riesgo que se caracterizan por la previsión de una elevada volatilidad. En tales periodos, los costos de la renegociación de los préstamos son, por lo general, más bajos que los de la reestructuración de los bonos, que requiere el acuerdo de una amplia variedad de acreedores. Los bancos también tienen unas prolongadas relaciones personales con sus clientes y, a menudo, un acceso privilegiado a la información, lo que los sitúa en una posición mejor que la de



los mercados impersonales para decidir si continúan prestando o liquidan. En cambio, la “frenética actividad” de los inversionistas en bonos en busca de elevados rendimientos puede muy bien convertirse en un “susto” y llevarlos a liquidar totalmente sus activos si estalla una crisis.

El gráfico V.12 recoge alguna información relacionada con estas observaciones, basada en datos de Asia y América Latina. Se observan ciertas características generales. En primer lugar, el volumen de títulos de deuda internacionales ha sido más volátil que el crédito bancario, tanto por la amplitud de las fluctuaciones como por su dispersión. Por lo tanto, los bancos han apoyado relativamente a los prestatarios, como se ha sugerido antes. En segundo lugar, la disminución tendencial observada en la proporción de deuda intermediada contribuye a explicar el aumento de la sensibilidad de los sectores financieros de estos países a los cambios volátiles de opinión del mercado. En tercer lugar, a diferencia de lo ocurrido durante el periodo de crisis del peso mexicano y el segundo semestre de 1997, en que los bancos compensaron en parte el agotamiento de los títulos internacionales, no parece que estas instituciones contribuyeran a paliar la salida de capital tras la moratoria rusa.

Este cambio de conducta atestigua en cierta medida la creciente dependencia de los bancos de la situación de los mercados mundiales. Parece que una característica fundamental del episodio del año pasado es el hecho de que los bancos tenían los mismos problemas de financiación que sus clientes. Al haber concedido más préstamos de los que podían financiar con sus depósitos, tanto los bancos estadounidenses como los europeos sufrieron una escasez de liquidez, que no pudieron resolver con soluciones basadas en el mercado. La titularización de los activos y la emisión de nuevos títulos eran difíciles en un momento en el que los índices bursátiles del sector bancario estaban hundiéndose. El margen de maniobra financiero, incluida la devolución de préstamos anteriores y todos los activos líquidos de sus carteras, también se vio perjudicado directamente por el peso de sus pérdidas en los mercados emergentes durante el tercer trimestre de 1998. Por consiguiente, los bancos tuvieron que recurrir a un conjunto más reducido de fuentes de financiación, como el reciclaje de fondos a través del mercado interbancario internacional y la captación de nuevos depósitos directos de inversionistas no bancarios.

#### *Dinámica atípica de los precios de los activos*

La revisión del riesgo por parte de los agentes tras la moratoria de la deuda rusa presionó considerablemente a la baja sobre los precios de las acciones en todos los grandes mercados. Aunque la corrección simultánea de los mercados de acciones en la mayoría de las economías del Grupo de los Siete es relativamente poco frecuente, no constituye un fenómeno sin precedentes, ya que también se observó en octubre de 1987. Los dos episodios también se parecen por las correlaciones internacionales excepcionalmente estrechas entre las variaciones de los precios de las acciones. Los inversionistas internacionales observaron que era considerablemente menos beneficiosa la diversificación internacional de sus carteras de acciones en este periodo reciente de tensiones que durante épocas más normales.

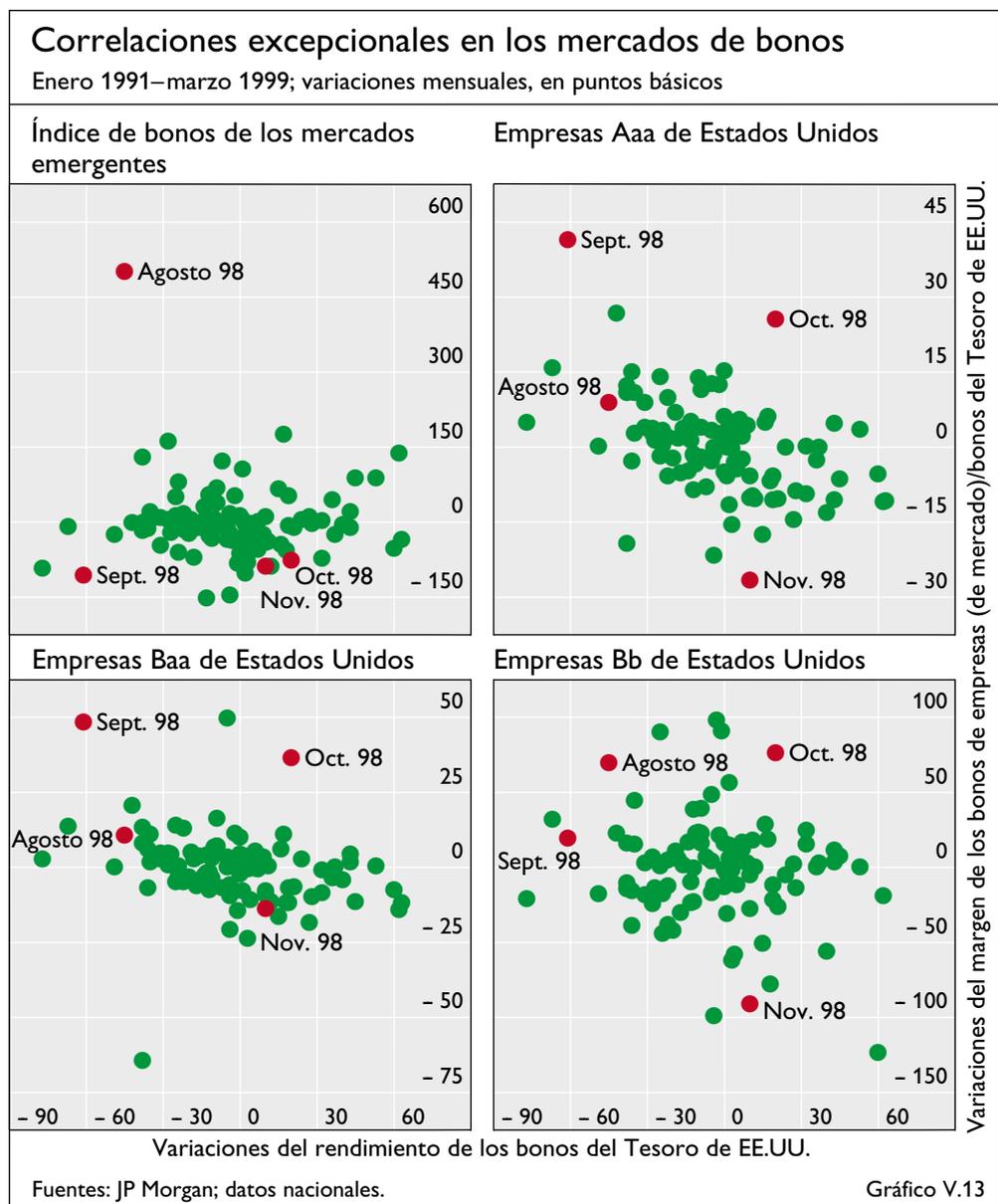
... fue puesta a prueba durante la crisis ...

... al erosionarse el margen de maniobra financiero de los bancos

Correlación más estrecha entre los precios de las acciones ...

... y conjunción excepcional de las variaciones de los precios de los bonos

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija, un aspecto que distingue este episodio más reciente de los casos anteriores de convulsión de los mercados es la magnitud de la ampliación de los márgenes de los tipos de interés debido a la aversión al riesgo. En sólo unos días, las primas exigidas por el riesgo crediticio y el riesgo de liquidez alcanzaron unos niveles cercanos a sus máximos históricos y, en algunos casos, incluso los sobrepasaron. A diferencia de la crisis sufrida por los mercados de bonos en 1994, en la que la subida de los tipos de interés en Estados Unidos y Alemania puso en peligro las posiciones apalancadas de adquisición de títulos de largo plazo (*duration bets*), los acontecimientos del año pasado se produjeron en un momento de descenso de los tipos de interés nominales. Una conjunción excepcional de variaciones de los precios de toda una variedad de activos trastocó las estrategias de inversión y los sistemas de gestión del riesgo basados en relaciones estadísticas históricas (gráfico V.13). Al aumentar algunas correlaciones entre los rendimientos de los activos y evolucionar bruscamente



algunos márgenes en sentido opuesto a los tipos de referencia, las previsiones de capital requerido resultaron a menudo insuficientes, llevando a los inversionistas a buscar liquidez apresuradamente. Al mismo tiempo, la base de capital de los creadores de mercado y los intermediarios fue desbordada rápidamente por la incertidumbre generalizada y la demanda claramente sesgada en favor de los activos más seguros. El consiguiente endurecimiento del crédito en forma de un aumento de las demandas de cobertura suplementaria y de una reducción de las líneas de crédito obligó a los inversionistas a conseguir los fondos necesarios mediante la venta de títulos en los mercados que inicialmente parecían relativamente líquidos, transfiriendo así las tensiones a los mercados de bonos del Estado de los países industriales avanzados.

#### *El caso del LTCM: ¿un signo de los tiempos?*

La quiebra casi total del fondo de cobertura Long-Term Capital Management llevó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York a intervenir, para facilitar la búsqueda de una solución del sector privado como alternativa a una quiebra desordenada. El acontecimiento constituye un gráfico ejemplo del tipo de problemas que pueden surgir como consecuencia de la complejidad de los mercados financieros actuales. Aunque los fondos de cobertura no son en modo alguno nuevas instituciones, la atención que se les ha prestado recientemente obedece a su aumento de tamaño y su capacidad para influir en el funcionamiento de los mercados. Según algunas estimaciones, a mediados de 1998 había al menos 1.200 fondos de cobertura con unos activos propios superiores a 150.000 millones de dólares. Estas instituciones son fondos especulativos que eluden algunas reglamentaciones sobre la obligación de facilitar información y sobre apalancamiento, limitando su clientela a un pequeño número de inversionistas adinerados y actuando a menudo en centros extra-territoriales. Tratan de obtener elevadas tasas de rendimiento invirtiendo una considerable cantidad de fondos prestados en muy diversos instrumentos financieros.

El LTCM, en particular, parece haber tratado de conseguir elevados rendimientos basándose en hipótesis sobre la evolución de los márgenes de los tipos de interés y de la volatilidad de los precios del mercado. Desde su fundación en 1994, había sido capaz de generar unos rendimientos sistemáticamente superiores a los normales, del orden de un 40% en 1995 y 1996 y un 20% en 1997, basándose en unos elevadísimos niveles de apalancamiento. Su balance al 31 de agosto de 1998 incluía más de 125.000 millones de dólares en activos, lo que implica un coeficiente de apalancamiento superior a 25 veces su capital de 4.800 millones de dólares a comienzos de año, sin tener en cuenta las pérdidas en que incurrió antes de agosto y excluyendo sus posiciones de riesgo extracontables. El historial del LTCM, unido a su afamada utilización de modelos sumamente técnicos de fijación de los precios y de estrategias de negociación, convirtió a este fondo en un símbolo de lo rentable que podía ser la sofisticación financiera.

La quiebra casi total del fondo también es un símbolo de los peligros del nuevo panorama financiero. Las excepcionales correlaciones de precios que se produjeron tras la moratoria de la deuda rusa causaron problemas a muchas

Un ejemplo de las oportunidades ...

... y de los peligros existentes en el mercado actual, en el que ...

... las tensiones se propagan más deprisa ...

instituciones financieras, especialmente a las que empleaban un elevado grado de apalancamiento. En el caso del LTCM, estuvieron a punto de provocar su quiebra. Aunque el fondo había invertido en una amplia variedad de títulos, basaba su estrategia en la expectativa de que disminuirían los márgenes impuestos a los prestatarios y la volatilidad de los mercados de activos. Los acontecimientos que ocurrieron en el mercado durante el mes de agosto demostraron bruscamente que estaba equivocado. La rápida secuencia de hechos que rodearon a la quiebra casi total del fondo muestra claramente cómo ha aumentado la velocidad a la que se propagan las crisis financieras y cómo se ha acortado, por consiguiente, el margen de tiempo para emprender medidas correctoras. Los primeros indicios públicos de las dificultades del fondo aparecieron después del 2 de septiembre, con la divulgación del contenido de una carta enviada por los socios del LTCM a sus inversionistas. En esa carta se reconocía que el fondo había sufrido unas pérdidas del 52% entre comienzos de año y el 31 de agosto y que estaba buscando una inyección de capital. Entre el 2 y el 23 de septiembre, plazo en el que 14 bancos y sociedades de valores acordaron inyectar 3.600 millones de dólares para recapitalizar el fondo, parecía cada vez más urgente encontrar una solución ordenada. Estaba extendiéndose la noticia de las crecientes dificultades del fondo, al igual que la preocupación por la inestabilidad que podría provocar si se veía forzado a incumplir sus compromisos, obligando a sus contrapartes a liquidar sus posiciones de una manera brusca y desordenada. Se pensaba, además, que la liquidación de las garantías que tuvieran estas contrapartes, así como la liquidación por parte de otras instituciones de posiciones similares a las del LTCM, ejercerían presiones excesivas sobre los mercados financieros, ya en tensión, y aumentarían el nerviosismo de los agentes.

... y más lejos que antes

La incertidumbre sobre las posibles ramificaciones de una quiebra desordenada del LTCM, particularmente el temor a que repercutiera en agentes sin ninguna relación directa con el fondo de cobertura y fuera de las fronteras de Estados Unidos, da una idea de lo interdependientes que se han vuelto las instituciones y los mercados. Esta incertidumbre se debió sobre todo a la magnitud y el alcance de las operaciones del LTCM, que abarcaban muchos instrumentos financieros y mercados muy diversos, así como a la naturaleza de sus operaciones, que incluían muchos contratos complejos. Pero la incertidumbre también se acrecentó a causa de la situación de los mercados financieros, en los que aún reinaba la inestabilidad provocada por los acontecimientos del mes anterior. El riesgo de que se extendieran los problemas financieros si el fondo de cobertura incumplía de pronto sus obligaciones, contribuye a explicar la disposición de algunas empresas del sector privado a ayudar a resolver ordenadamente el problema mediante un proceso facilitado por el banco central.

#### *Lecciones de la crisis de septiembre y octubre de 1998*

Lo que más sorprendió tanto a los agentes como a las autoridades económicas durante la crisis financiera del año pasado fue el grado de empeoramiento de la situación y la rapidez con que se evaporó la liquidez en varios segmentos

de los mercados. Los acontecimientos del año pasado pusieron de manifiesto la enorme influencia que ejerce el aumento del riesgo crediticio y el elevado grado de apalancamiento en la evolución de los mercados financieros en los periodos de bruscos cambios de opinión de los inversionistas. Al mismo tiempo, subrayan la importancia sistémica de las instituciones creadoras de mercado. El análisis de la crisis y de la recuperación posterior también plantea algunas cuestiones fundamentales sobre la respuesta correcta de las autoridades a la fragilidad de los mercados financieros y a las valoraciones actuales.

A pesar de la atención prestada a las valoraciones de los mercados de acciones antes del verano pasado, el verdadero desencadenante de la crisis fue el anuncio de la quiebra de un prestatario. Los acontecimientos siguientes se debieron principalmente a una revisión del riesgo crediticio por parte de los inversionistas. La diferencia esencial entre el riesgo de mercado y el riesgo crediticio se halla en que el primero se refiere principalmente a la estructura y la evolución de la volatilidad de los precios de los activos, y el segundo, a la incertidumbre de los agentes sobre la capacidad de los prestatarios y de las contrapartes para generar valor. No es una casualidad que los mercados de renta fija y de derivados, en los que es más evidente la sensibilidad al riesgo crediticio, fueran los más afectados por la tormenta y los que están sufriendo aún las consecuencias de ésta. Estos acontecimientos también muestran que la dinámica del mercado desencadenada por una preocupación general por el riesgo crediticio puede dar lugar a constelaciones excepcionales de variaciones de los precios. Los sistemas de gestión del riesgo diseñados principalmente para medir y controlar el riesgo de mercado no siempre son buenos para analizar la conducta de los precios en estas condiciones de mercado. Esos sistemas pueden contribuir de hecho a agravar las tensiones, ya que implican que los inversionistas deben reducir gradualmente el riesgo de cartera liquidando sus posiciones en un mercado en declive.

Riesgo crediticio y  
riesgo de mercado

El desarrollo de la crisis puso de manifiesto la intensa utilización por parte de los agentes de muy diversos métodos de apalancamiento, tratando de aumentar el rendimiento de su capital, así como los problemas que surgen cuando un cambio de sentido de la situación del mercado los lleva a liquidar sus posiciones. La permisiva actitud de los prestamistas hacia el riesgo había reducido generalmente el costo de la financiación y aumentado su disponibilidad. En muchos casos, la intensificación de las presiones competitivas los condujo a no aplicar con el debido rigor los instrumentos previstos para atenuar y controlar su riesgo crediticio. Los elevados niveles de apalancamiento, implícitos en las estrategias que recurrían intensamente a los derivados y a la financiación de posiciones mediante la venta de títulos en descubierto, aumentaron las pérdidas al bajar los precios de las clases de activos más arriesgadas y encarecerse al mismo tiempo los bonos del Estado emitidos por los principales países industriales. El aumento de las demandas de cobertura suplementaria y, en algunos casos, la pérdida de valor de la garantía aportada llevaron a los inversionistas a pelear por la liquidez, propagando los efectos de esta liquidación de posiciones a otros segmentos del mercado.

Apalancamiento

Otra importante característica de este reciente episodio de convulsiones en los mercados es el hecho de que el funcionamiento de algunos segmentos resultó gravemente dañado, hasta el punto a veces de quedar éstos totalmente bloqueados. Las instituciones especializadas normalmente en facilitar el intercambio entre los compradores y los vendedores vieron mermada su capacidad para desempeñar la función de crear mercado por la falta de recursos suficientes para hacer frente a una demanda unilateral. Por otra parte, en algunos mercados extrabursátiles y de derivados, la situación se agravó aún más por el hecho de que la creación de mercado había sido desempeñada de facto hasta cierto punto por agentes apalancados como LTCM, en virtud de la importancia de sus posiciones (véase el capítulo VII). La urgente búsqueda de liquidez por parte de esos agentes agudizó aún más las tensiones existentes en el mercado.

Por último, es importante reconocer que la recuperación de muchos mercados ha sido casi tan espectacular como su caída. Los precios de las acciones han recuperado el terreno perdido en casi todas las economías avanzadas y en muchos casos han alcanzado nuevos máximos. Los márgenes de los bonos emitidos por las empresas y los mercados emergentes han disminuido con respecto a sus máximos y, aunque no han retornado a los niveles anteriores a la crisis, los prestatarios han sido recibidos de una manera cada vez más cálida por los inversionistas. Esta recuperación plantea en sí misma algunas cuestiones sobre la interpretación correcta de la crisis. Según una de ellas, la recuperación indica que la convulsión se debió a una dinámica inherente a la conducta de los participantes en los mercados financieros. En este caso, lo importante es saber cómo prevenir, si es posible, la repetición de estos fenómenos y cómo mejorar la resistencia del sistema financiero a estas crisis. Ahora bien, si las convulsiones fueran una reacción justificada a los cambios de los parámetros económicos fundamentales, las valoraciones actuales pueden ser tan frágiles como las que existían a principios del verano del año pasado.

## VI. Evolución de los mercados de divisas

### Aspectos más destacados

Las fluctuaciones experimentadas por los principales tipos de cambio durante el primer semestre de 1998 se debieron en gran parte a factores cíclicos tanto del momento como previstos. La crisis que sacudió a Rusia a mediados de agosto hizo temer por la vulnerabilidad de la economía de Estados Unidos e invirtió la tendencia ascendente del dólar frente al marco y el yen. Algunos factores técnicos sin relación directa con las variables fundamentales magnificaron la bajada del dólar, especialmente con respecto al yen. La magnitud de estas oscilaciones llevaron a preguntarse de nuevo si podría mantenerse el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos a largo plazo.

Las crisis que afectaron a Rusia en agosto de 1998 y a Brasil a principios de 1999 ponen de relieve la persistente vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes. Aunque los tipos de cambio se estabilizaron en muchos países —sobre todo en Asia— durante 1998, el volumen de actividad de estos mercados ha continuado siendo moderado y muy inferior a los máximos alcanzados en 1996.

El euro se introdujo tras un año de convergencia y estabilidad en los mercados de divisas europeos. Durante sus primeros meses, la nueva moneda se depreció a causa de factores cíclicos. El euro originará probablemente considerables cambios estructurales en los mercados de divisas, pero es demasiado pronto para saber hasta qué punto se empleará como moneda de transacción, de reserva, de inversión y de anclaje.

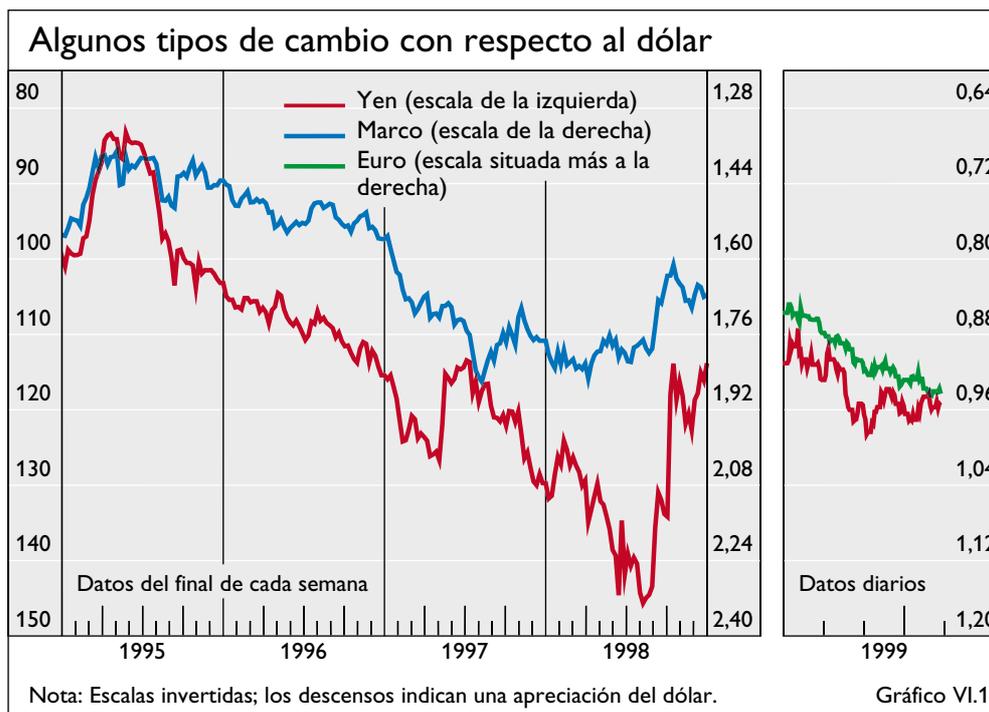
### El dólar, el yen, el marco y el euro

#### *Determinantes cíclicos y técnicos del tipo de cambio del dólar*

Las grandes fluctuaciones que experimentaron las principales monedas durante el primer semestre de 1998 obedecieron principalmente a la relativa fuerza de la economía real y a las perspectivas sobre la inflación en Estados Unidos, Japón y Alemania. Sin embargo, a partir del verano comenzaron a reflejar la interrelación de estos factores cíclicos y otros factores “técnicos”.

El periodo de fortaleza del dólar frente al yen y al marco, que había comenzado en la primavera de 1995, continuó hasta el verano de 1998 (gráfico VI.1). Durante tres años, el dólar se apreció en un 36% frente al marco y un 81% frente al yen, moviendo los tipos de cambio a niveles nunca vistos desde principios de los años 90. Al igual que en años anteriores, la fuerza mostrada por el dólar frente al yen hasta agosto se vio reforzada por los continuos indicios de alto crecimiento económico en Estados Unidos y de

Las monedas del Grupo de los Tres responden a los factores cíclicos



débil crecimiento en Japón. Estos factores cíclicos llevaron a esperar que se endureciera la política monetaria en Estados Unidos y se suavizara en Japón, lo que se tradujo en un aumento de las diferencias entre los tipos a futuro (gráfico VI.2). Es posible que la preocupación por la fragilidad del sector bancario japonés agravara la debilidad del yen.

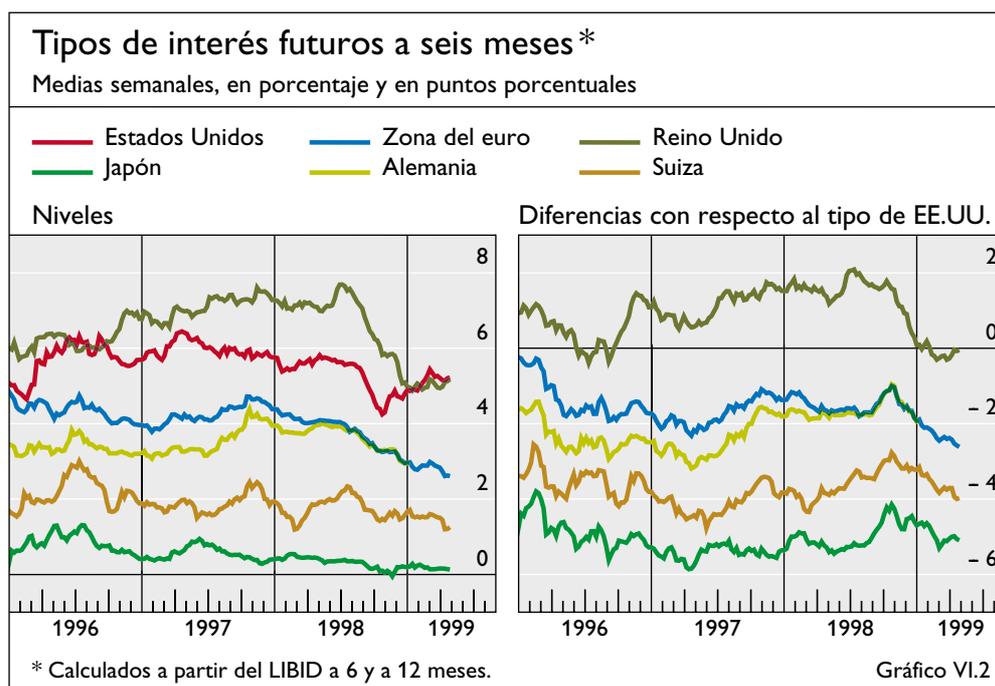
Las tendencias en la conducta del tipo de cambio entre el marco y el dólar fueron mucho menos claras durante este periodo. Las subidas que experimentó el dólar entre enero y principios de abril, cuando llegó a alcanzar un máximo de 1,85 DM, se invirtieron durante el mes siguiente, al aparecer nuevos datos de que la recuperación económica estaba consolidándose en Alemania y empezar los operadores a pensar que el Bundesbank alemán endurecería la política monetaria. El marco también se benefició de la búsqueda de la convergencia de los tipos de interés oficiales en Europa, que parecía indicar una mayor confianza en que la introducción del euro sería fluida. Una vez desaparecida la incertidumbre tras el anuncio oficial el 3 de mayo de las monedas que participarían en la UEM, el procedimiento para determinar sus tipos de cambio bilaterales y la composición del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, el marco retornó a un nivel de 1,76 DM por dólar. En junio y principios de julio, la moneda alemana perdió parte de estas ganancias y bajó a 1,82 DM. Esta caída puede atribuirse a los repetidos ataques que sufrió el rublo desde finales de mayo y a la creencia, entonces reinante en los mercados financieros, de que Alemania sería relativamente más vulnerable a causa de sus vínculos financieros y comerciales con Rusia.

El anuncio oficial de que se dejaría fluctuar el rublo y la moratoria unilateral de la deuda rusa a mediados de agosto hicieron temer que la crisis se extendiera a América Latina (véase el capítulo III). Las bolsas de valores cayeron en Estados Unidos y sobre todo en Europa, y los operadores

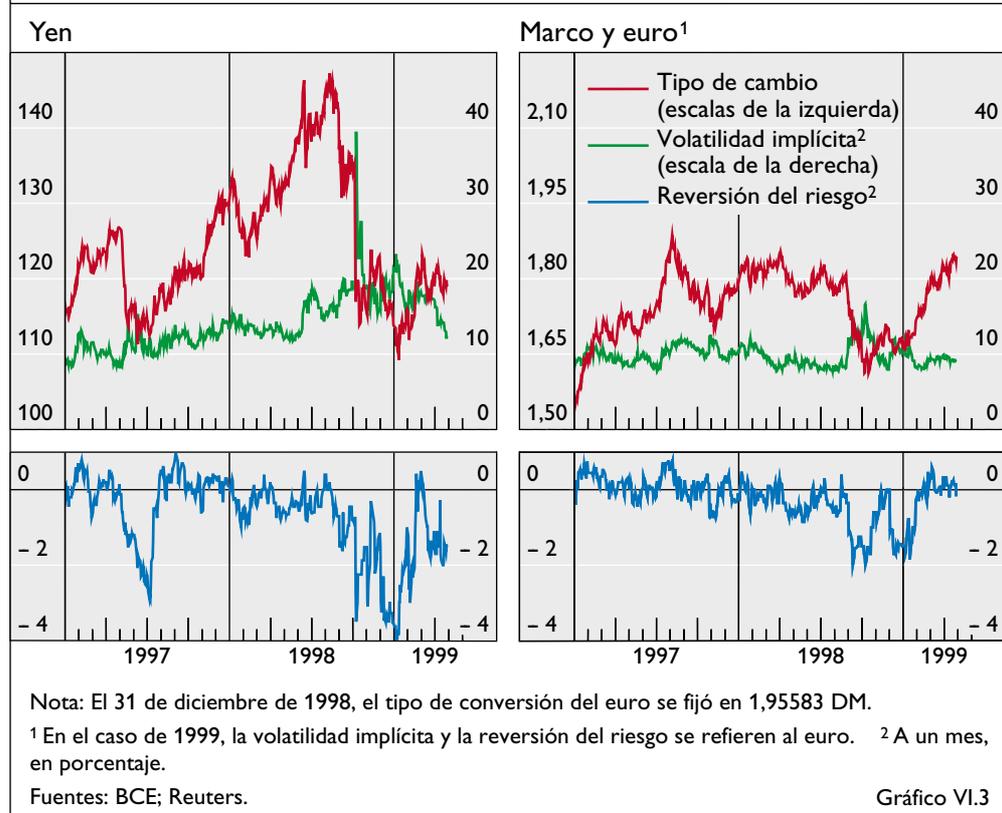
Caída vertiginosa del dólar tras la crisis rusa

comenzaron a creer que la Reserva Federal suavizaría la política monetaria. El tiempo les dio la razón, ya que las autoridades monetarias estadounidenses decidieron bajar los tipos de interés en tres fases entre septiembre y noviembre (véase el capítulo IV). En estas circunstancias, el dólar se hundió en dos etapas. Entre el 27 de agosto y el 7 de septiembre perdió alrededor de un 5% frente al marco, bajando de 1,81 DM a 1,72 DM, y se depreció sobre todo frente al yen (alrededor de un 8%), pasando de 143 ¥ a 131 ¥. Durante las semanas siguientes, se debilitó otro 5% frente al marco, alcanzando un mínimo de 1,61 DM a principios de octubre. Frente al yen, tras moverse en torno a 132–136 ¥, experimentó una caída sin precedentes el 7 y el 8 de octubre, perdiendo más de un 13% y situándose en 117 ¥.

Los precios de las opciones muestran el cambio de opinión del mercado sobre el dólar durante este periodo. A finales de agosto, los operadores comenzaron a pensar que era más probable una fuerte depreciación del dólar frente al yen que una apreciación, a juzgar por la prima de las opciones de compra de yenes a un mes con respecto a las opciones, igualmente *out-of-the-money*, de compra de dólares (la reversión del riesgo mostrada en el gráfico VI.3 se volvió negativa). Al mismo tiempo, el enorme aumento de la volatilidad implícito en las opciones yen/dólar induce a pensar que aumentó significativamente la incertidumbre sobre la futura evolución del tipo entre el yen y el dólar. También se registró un cambio, aunque no tan evidente, en lo que se refiere al tipo entre el marco y el dólar: los operadores empezaron a dar más peso a una depreciación considerable del dólar que a una apreciación y la volatilidad implícita aumentó. A principios de octubre se produjo un cambio de opinión en el mercado especialmente brusco acerca del tipo entre el yen y el dólar, cuando la balanza entre la creencia de que el dólar experimentaría una considerable apreciación y la de que el yen se apreciaría notablemente se inclinó en favor de la segunda y la volatilidad implícita de las



## Yen, marco y euro: tipo de cambio con respecto al dólar, volatilidad implícita y reversión del riesgo



opciones yen/dólar aumentó en más del doble, alcanzando niveles históricos en unos pocos días. La volatilidad del tipo entre el marco y el dólar también aumentó vertiginosamente, pero fue inferior a la mitad del nivel de volatilidad del tipo entre el yen y el dólar.

Para explicar los acontecimientos de septiembre y octubre, deben distinguirse dos tipos de determinantes: los factores cíclicos y otros parámetros económicos fundamentales, por un lado, y los factores técnicos impulsados por condiciones específicas del mercado, por otro. Es posible que los cambios en las perspectivas económicas del Grupo de los Tres favorecieran al marco y al yen frente al dólar. Ésta parece ser, al menos, una explicación parcial de la depreciación que experimentó la moneda estadounidense frente al marco y al yen a principios de septiembre. Además, es coherente con la extensión de la preocupación por la vulnerabilidad de la economía de Estados Unidos a las secuelas de la convulsión financiera de América Latina; con la caída de los mercados de acciones estadounidenses de finales de agosto y principios de septiembre; con el cambio de las expectativas del mercado sobre la suavización de la política monetaria de Estados Unidos, y con la disminución de los rendimientos de los bonos estadounidenses registrada durante este periodo.

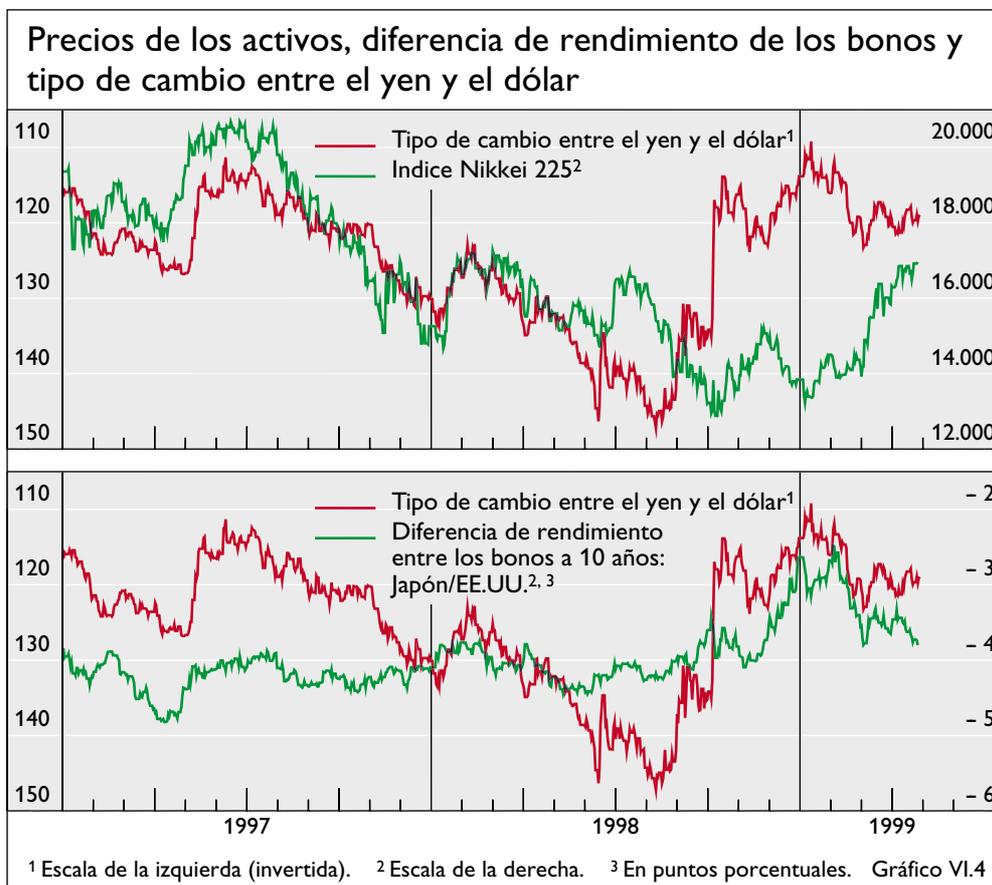
Sin embargo, no parece que tales factores expliquen la caída sufrida por el dólar a principios de octubre. En primer lugar, parece que el descenso de los precios de los activos había tocado fondo en Estados Unidos. Por otra parte, los mercados de acciones japoneses, que habían seguido bastante de cerca al

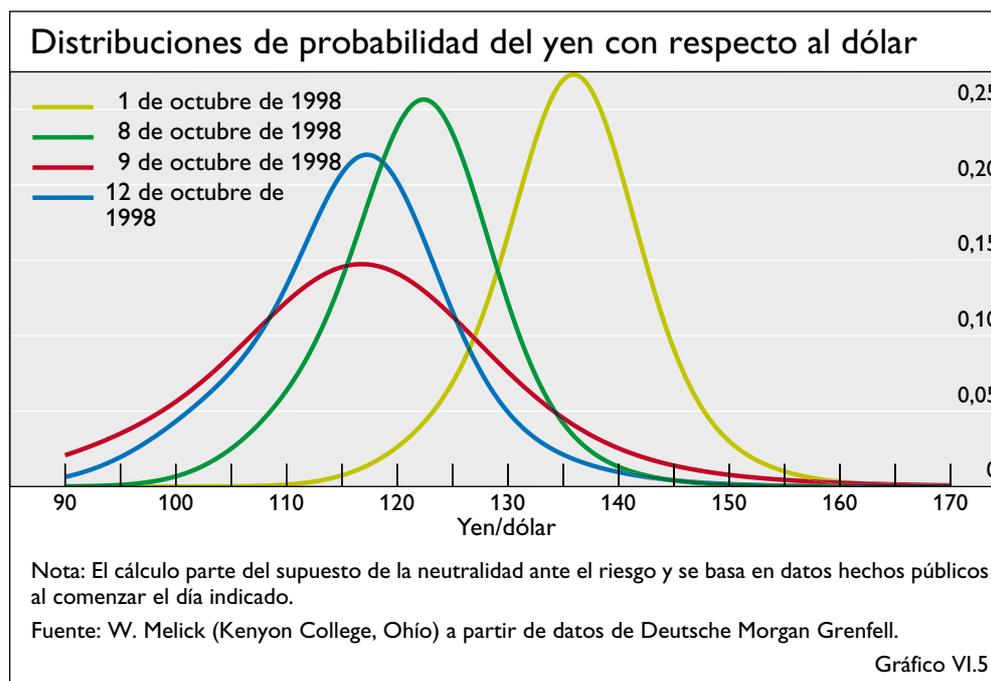
Los factores cíclicos pesan en el dólar

yen en su descenso desde 1997, no se recuperaron cuando se fortaleció la moneda japonesa en septiembre y octubre. Este caso contrasta claramente con la correlación positiva entre el mercado de valores japonés y el tipo de cambio yen/dólar desde enero de 1997 hasta julio de 1998, debida a que la preocupación por el débil crecimiento económico y la fragilidad del sector bancario japonés pesó en ambos (gráfico VI.4). Este hecho induce a pensar que a principios de octubre los operadores no revisaron sus expectativas sobre la economía japonesa. Por otra parte, nada indicaba que se aceleraría la recuperación económica ya en marcha en Alemania.

Los factores cíclicos tampoco pueden explicar la depreciación excepcionalmente vertiginosa del dólar, sobre todo frente al yen. Cabe que ésta se debiera a factores técnicos no relacionados con la evolución de la economía real de los países del Grupo de los Tres. Una posible explicación es que en septiembre y octubre los fondos de cobertura y las sociedades de inversión muy apalancadas cerraran las grandes posiciones cortas en yenes acumuladas para beneficiarse del bajo costo de la financiación en esa moneda (*yen carry trades*) y que estas liquidaciones precipitaran la caída del dólar a través de dos vías. En primer lugar, es posible que el capital de estos inversionistas se viera gravemente afectado por el descenso de los precios de los activos registrado tras la crisis rusa. Dado que las grandes pérdidas experimentadas por sus carteras provocaron una demanda de cobertura suplementaria, estos agentes apalancados se vieron obligados a cerrar sus posiciones cortas en yenes,

Los fondos de cobertura apalancados precipitan la caída del dólar a través de dos vías





provocando así repentinamente una gran demanda de esta moneda. Este mecanismo podría ayudar a explicar la magnitud de la caída del dólar registrada a principios de septiembre.

En segundo lugar, estas estrategias quizá magnificaran las perturbaciones originadas en el mercado entre el yen y el dólar. Parece que a principios de octubre los operadores revisaron sus expectativas sobre la evolución del tipo entre el yen y el dólar a corto plazo, y es posible que el repentino cambio de opinión sobre el tipo de cambio indujera a los inversionistas a cerrar sus posiciones especulativas cortas en yenes, presionando más a la baja sobre el dólar. Cabe que la enorme liquidación de estas posiciones contribuyera a las intensas fluctuaciones experimentadas por el tipo entre el yen y el dólar el 7 y el 8 de octubre de 1998.

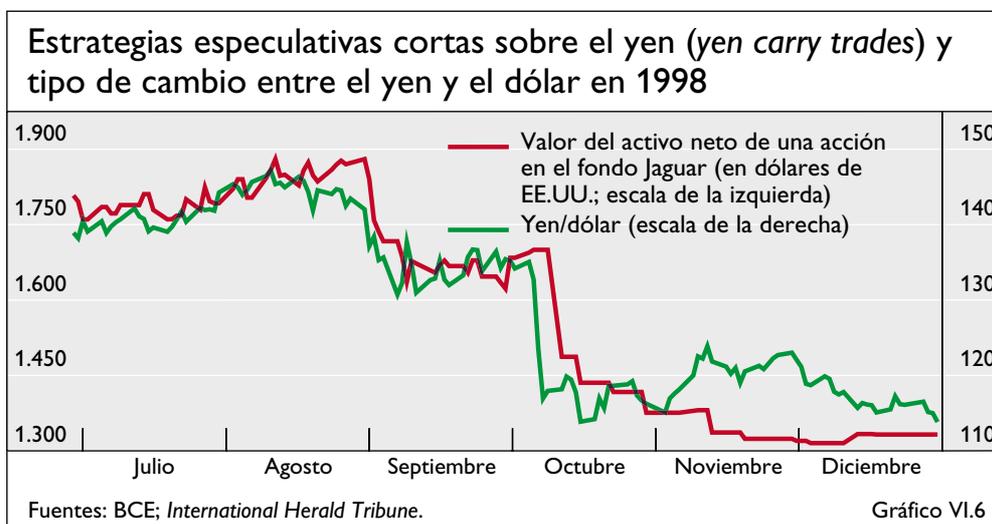
Las distribuciones de probabilidad estimadas a partir de los precios de las opciones muestran que en esos días cambió notablemente la opinión del mercado (gráfico VI.5). De igual modo, indican que durante la primera semana de octubre cambió gradualmente la percepción del riesgo de los agentes, que apostaron a corto plazo por un fortalecimiento del yen más que por un debilitamiento (las funciones de densidad del gráfico superior se volvieron más sesgadas hacia la izquierda). El 7 y el 8 de octubre se produjo, sin embargo, un notable cambio de opinión, ya que la balanza se inclinó a favor de una considerable apreciación del yen y la incertidumbre se intensificó notablemente (la varianza de las funciones de densidad aumentó vertiginosamente). El mercado se normalizó algo el 12 de octubre, al desaparecer la incertidumbre sobre la futura evolución del tipo entre el yen y el dólar.

La encuesta *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* de 1998 contiene dos pruebas indirectas de que la inversión en el extranjero estaba financiándose mediante créditos de bajo costo en yenes. En primer lugar, los contratos de opciones yen/dólar negociados en el mercado

extrabursátil aumentaron claramente entre 1995 y 1998. En segundo lugar, la cantidad de yenes negociados en los mercados al contado y a plazo aumentó a un ritmo excepcionalmente rápido entre 1995 y 1998. Por otra parte, la enorme caída que experimentó el valor del activo neto de un importante fondo de cobertura en torno a los dos días de la vertiginosa apreciación del yen muestra hasta qué punto los inversionistas apalancados recurrieron al uso de posiciones cortas en yenes (*yen carry trades*) (gráfico VI.6).

El papel desempeñado por los fondos de cobertura en septiembre y octubre de 1998 tiene algunas implicaciones para la política económica. En los últimos años, la atención se ha centrado frecuentemente en la deuda externa acumulada por Estados Unidos desde los años 80. La considerable caída del dólar muestra que no sólo el nivel de esta deuda puede tener importantes consecuencias para las variaciones a corto plazo del tipo de cambio, sino también la forma en que se financia. La deuda acumulada puede ser absorbida por los inversionistas con una perspectiva a largo plazo, capaces de soportar, sin cobertura, las perturbaciones temporales de su cartera, por ejemplo las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Estos inversionistas no tienden a reaccionar a las variaciones a corto plazo y, por lo tanto, suelen desempeñar un papel estabilizador para el dólar. En cambio, los inversionistas apalancados expuestos a perturbaciones que afectan a su capital también pueden tener una posición no cubierta sensible al riesgo de tipo de cambio asociada con la deuda. Sin embargo, como tienden a reaccionar muy deprisa y firmemente a las pérdidas que experimenta su cartera, pueden contribuir a aumentar la volatilidad del tipo del dólar intentando periódicamente cubrir su posición. Parece que estos inversionistas fueron especialmente activos en 1998. Así pues, la futura senda del dólar puede depender hasta cierto punto de cuál de estos dos tipos de inversionistas domine. Esta conclusión supone, por supuesto, que el aumento de la volatilidad de los tipos de cambio no inducirá a los que invierten tradicionalmente a largo plazo, sobre todo en Japón, a cubrir más su posición. Ésta podría ser otra fuente de volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo y de presión general a la baja sobre el dólar durante el periodo de ajuste.

Implicaciones  
para la política  
económica



Partiendo de mínimos de 1,61 DM y 114 ¥ a mediados de octubre, el dólar subió de nuevo tanto frente al marco como frente al yen hasta alcanzar los 1,69 DM y 124 ¥ a mediados de noviembre. Sin embargo, en los dos meses siguientes el yen recuperó el terreno perdido frente al dólar. Su apreciación se acompañó de un enorme aumento de los rendimientos de los bonos del Estado japoneses, que pasaron de alrededor del 1% a casi el 2,5%, y, por lo tanto, de una reducción de la diferencia de rendimientos entre los bonos del Estado estadounidenses y los japoneses. La subida de los tipos japoneses a largo plazo, atribuida generalmente a una modificación temporal del equilibrio entre la oferta y la demanda de bonos del Estado en ese momento, parece que ha sido el principal factor reforzador del yen. Es posible que la preocupación por el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que alcanzó unos niveles sin precedentes durante el tercer trimestre de 1998, también contribuyera a la depreciación del dólar frente al yen. La subida de este último sólo se detuvo cuando intervino el Banco de Japón el 12 de enero de 1999, al aproximarse el tipo de cambio a 108 ¥ por dólar. Entre mediados de enero y mediados de febrero, cuando el Banco de Japón suavizó la política monetaria, y especialmente después de que el Trust Fund Bureau diera marcha atrás en su decisión de ir reduciendo sus compras de bonos del Estado japoneses, el dólar subió de nuevo a 120 ¥.

Las fluctuaciones del euro reflejan las opiniones sobre el crecimiento económico

La introducción del euro el 1 de enero de 1999 provocó una elevada demanda de la nueva moneda, por lo que ésta se apreció frente al dólar, pasando de 1,1668 \$ (el tipo de cierre del ecu el 31 de diciembre de 1998) a 1,18 \$ ese día. Poco después, sin embargo, la incertidumbre sobre el crecimiento económico, así como las persistentes y elevadas tasas de desempleo que afectaban a una parte significativa de la zona del euro, reavivaron las preocupaciones. La continua depreciación que experimentó el euro entre enero y abril de 1999 puede atribuirse a las tendencias divergentes de la actividad económica en Estados Unidos y grandes regiones de la zona del euro. Los datos oficiales publicados a principios de 1999 aportaron pruebas del nivel sorprendentemente elevado de la actividad económica en Estados Unidos, cuyo PIB creció durante el último trimestre de 1998 a una tasa anual del 6,1%. En cambio, el crecimiento económico fue algo menor de lo esperado en algunos países de la zona del euro, sobre todo en Alemania. Como consecuencia de ello, las expectativas del mercado sobre los tipos de interés a corto plazo comenzaron a mostrarse favorables al dólar, como lo demuestra el aumento de la diferencia entre los tipos a futuro implícitos en Estados Unidos y en la zona del euro. Aunque el grado en que el BCE decidió suavizar la política monetaria el 8 de abril tomó por sorpresa al mercado, el euro apenas varió frente al dólar durante los días siguientes.

En los primeros meses de 1999, el equilibrio entre la demanda y la oferta en los mercados de bonos europeos también puede haber contribuido a la depreciación del euro. En comparación con el enorme interés de los emisores de bonos internacionales denominados en euros, la demanda de tales títulos por parte de los gestores de activos parece que ha sido moderada. Hacia mediados de abril, el euro se había depreciado a alrededor de 1,06 \$, en un clima de mantenimiento de las hostilidades en la región de los Balcanes.

Durante las semanas siguientes, el euro se cambió a 1,06–1,07 \$, niveles no muy alejados de los que implicaban las monedas de la zona del euro en abril de 1998. La depreciación experimentada desde enero ha tenido un carácter ordenado, como lo indican los niveles bastante bajos de volatilidad, tanto observados como implícitos. En términos más generales, cualquier otra incertidumbre que haya podido haber sobre la evolución de una nueva moneda ha seguido siendo muy reducida, ya que la volatilidad del euro frente al dólar ha sido similar a la del marco, el franco francés u otras monedas europeas en 1998.

#### *Perspectivas del dólar a largo plazo*

El fortalecimiento general que experimentó el dólar entre la primavera de 1995 y el verano de 1998, así como su caída y recuperación posteriores, plantean una vez más la cuestión de las diferencias entre las perspectivas a medio y largo plazo del valor de esta moneda. Desde el punto de vista de los flujos a medio plazo, las grandes fluctuaciones experimentadas por el tipo de cambio entre la primavera de 1995 y el verano de 1998 parecen coherentes con las posiciones cíclicas relativas. El fortalecimiento del dólar contribuyó a desplazar la demanda agregada mundial de las economías que estaban experimentando un notable crecimiento a las que tenían una débil demanda. Lo mismo cabe decir sobre la apreciación del dólar frente al euro a principios de 1999.

Sin embargo, desde una perspectiva a largo plazo, el fortalecimiento del dólar parece más difícil de explicar. Existen dos grandes enfoques para estimar los valores de equilibrio a largo plazo de los tipos de cambio, que sólo pueden generar estimaciones imprecisas. Según el primer enfoque, que examina el poder adquisitivo comparativo de las monedas, actualmente parece que el dólar es algo superior a su valor de equilibrio a largo plazo frente al yen y al euro (cuadro VI.1). Se extrae una conclusión similar si se mide el dólar frente a estimaciones necesariamente aproximadas de su valor correspondiente al equilibrio fundamental, que es el nivel coherente con un cociente estable entre la deuda externa y la producción a largo plazo.

El aumento del déficit comercial, unido a la creciente carga de los intereses de la deuda, hizo que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos alcanzara la cifra histórica de 233.000 millones de dólares en 1998. Como consecuencia de ello, la deuda externa neta de Estados Unidos aumentó, pasando de un 16% del PIB a alrededor de un 19%. Sin embargo,

Las fluctuaciones del dólar quizá sean estabilizadoras a medio plazo ...

... pero la sostenibilidad a largo plazo no está clara

Estimaciones del valor de equilibrio a largo plazo del dólar				
	Tipo de mercado <sup>1</sup>	PPA <sup>2</sup>	PPA tendencial <sup>3</sup>	Tipo de cambio de equilibrio fundamental <sup>4</sup>
Yen/dólar	119	163	102	100
Dólar/euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

<sup>1</sup> El 29 de abril de 1999. <sup>2</sup> OCDE, 1998 en el caso del yen/dólar y 1996 en el del dólar/euro "sintético". <sup>3</sup> Warburg Dillon Read, principios de 1999. <sup>4</sup> Institute for International Economics, principios de 1999. Cuadro VI.1

el hecho de que las tasas de rendimiento de los activos externos estadounidenses hayan sido tradicionalmente mayores que las de los pasivos, reduce las implicaciones de esta deuda externa neta para el futuro pago de los intereses. La renta neta de Estados Unidos sólo se volvió negativa en 1997, y en 1998 aún representaba menos de un 1% del PIB. En cambio, los activos externos netos de Japón, que actualmente representan más de un 25% del PIB, sólo están generando una renta neta de aproximadamente un 1,5% del PIB.

## Evolución de los mercados de divisas emergentes

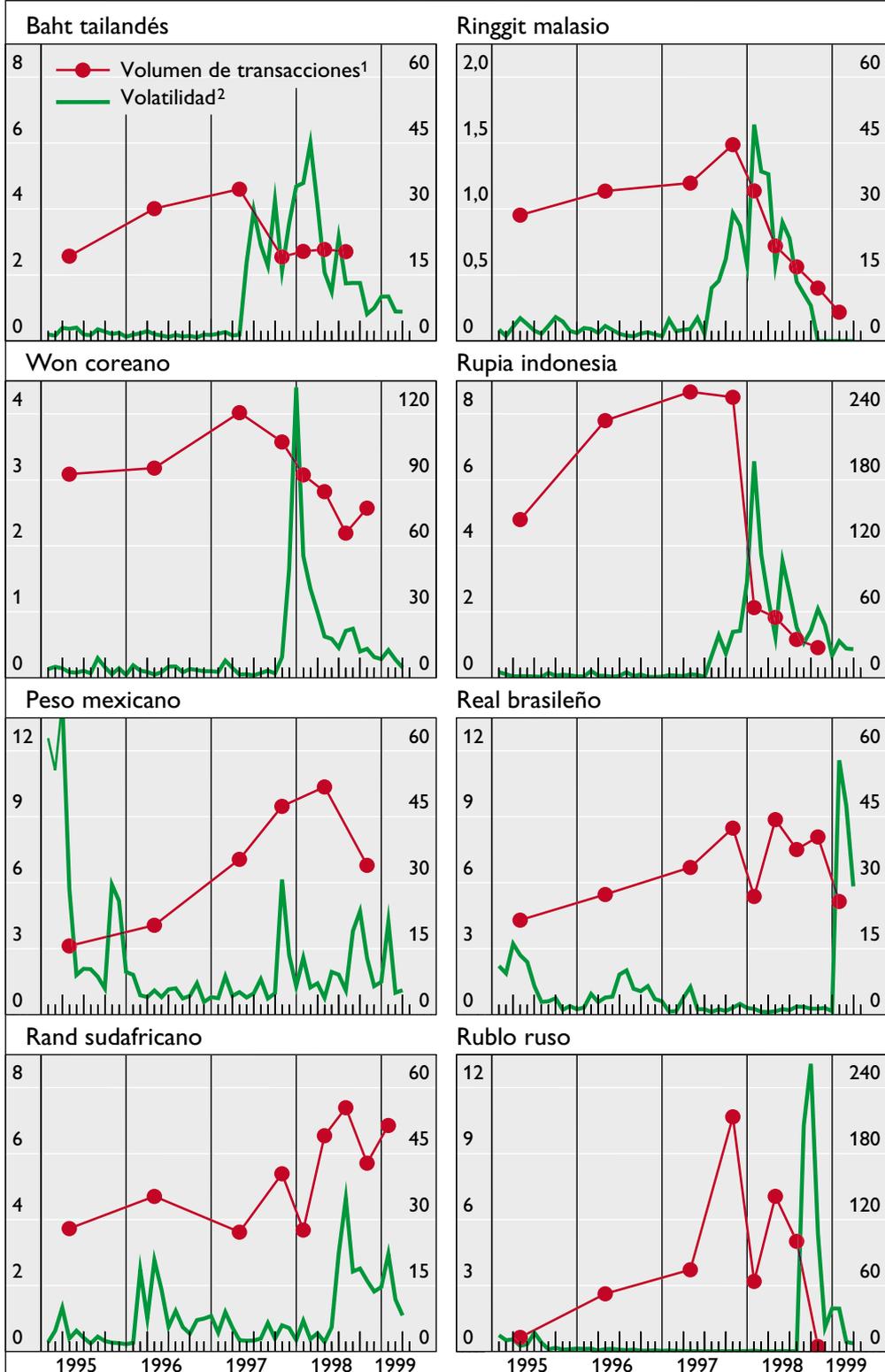
La crisis sacude a Rusia y Brasil

Durante 1998 y principios de 1999, ocurrieron dos importantes acontecimientos en los mercados de divisas de las economías emergentes (véase también el capítulo III). En primer lugar, la convulsión afectó al rublo en agosto de 1998, para, a continuación, extenderse a México, donde las entradas de capitales disminuyeron vertiginosamente y la moneda experimentó una notable depreciación. En enero de 1999, Brasil se vio obligado a devaluar el real tras intensas presiones especulativas. En segundo lugar, los mercados de divisas de Asia mostraron indicios de estabilización, tras las oleadas de convulsiones sufridas en 1997 y principios de 1998, lo que permitió a las autoridades monetarias bajar gradualmente los tipos de interés a corto plazo. Como muestra el ejemplo del won (véase el gráfico VI.7), la volatilidad del tipo de cambio con respecto al dólar, que había aumentado vertiginosamente en 1997 y a principios de 1998, retornó a los niveles anteriores a la crisis. Este hecho fue paralelo al retorno de la estabilidad a los mercados financieros de la región y a la mejora de los resultados económicos. Otras monedas que habían sorteado mejor la convulsión en 1997, como el yuan y el dólar de Hong Kong, permanecieron estables durante 1998 y en la primera parte de 1999.

Los mercados de divisas de Asia están estabilizándose

La estabilización de los tipos de cambio se debió en gran parte a factores internos. También contribuyeron las fluctuaciones del tipo de cambio entre el yen y el dólar, así como la evolución de la relación de las monedas asiáticas con éste. Antes de estallar la crisis en 1997, la mayoría de las monedas de los mercados emergentes de Asia estaban firmemente vinculadas al dólar. Como consecuencia de la notable apreciación que experimentó la moneda estadounidense frente al marco y especialmente frente al yen entre 1995 y 1997, los tipos de cambio efectivos asiáticos se apreciaron notablemente, reduciendo en grado considerable la competitividad, lo que presionó sobre muchas monedas asiáticas y provocó finalmente la ruptura de su vínculo con el dólar. Durante el segundo semestre de 1997 y el primero de 1998, la rupia, el won, el ringgit y el baht mantuvieron su distancia con respecto a la moneda estadounidense y siguieron bastante de cerca al repliegue del yen con respecto al dólar (gráfico VI.8). Hasta agosto de 1998, estas monedas recuperaron su competitividad al variar más estrechamente con el debilitado yen y tener un vínculo menor con el fortalecido dólar. Lo mismo ocurrió con casi todas las demás monedas asiáticas, con la notable excepción del yuan y del dólar de Hong Kong, que permanecieron firmemente vinculadas a la moneda estadounidense.

## Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes



Nota: Algunos cambios estructurales ocurridos en el mercado ruso de divisas contribuyeron a la enorme disminución del volumen de transacciones después de julio de 1998.

<sup>1</sup> Volumen local de transacciones en la moneda nacional, por sesión en el mes indicado (en miles de millones de dólares de EE.UU.; escalas de la izquierda), salvo en el caso de Brasil y México, en el que el volumen de transacciones comprende otras monedas (para más información, véase el informe anual del año pasado, cuadro VI.5). <sup>2</sup> Desviación estándar mensual anualizada de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio con respecto al dólar (escalas de la derecha).

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico VI.7

Dado que las exportaciones de China a Estados Unidos, la Unión Europea y Japón tienen un perfil sectorial muy similar al de las exportaciones de Corea, Tailandia y Filipinas (cuadro VI.2), cuyas monedas se habían depreciado significativamente, la fijación del yuan al dólar parecía especialmente vulnerable cuando éste se aproximó a los 150 ¥ a mediados de agosto de 1998. Sin embargo, cuando el dólar perdió alrededor de una cuarta parte de su valor frente al yen en las seis semanas siguientes, desapareció la preocupación de los operadores de que China abandonara la vinculación de su moneda al dólar. Al mismo tiempo, otras monedas de Asia dejaron de evolucionar al mismo ritmo que el yen y volvieron a variar en el mismo sentido que el dólar, que estaba depreciándose.

Después de enero de 1999, la evolución de las monedas asiáticas tendió de nuevo a estar más correlacionada con la del yen. El hecho de que desde mediados de 1997 la mayoría de las monedas asiáticas hayan tendido a seguir más estrechamente a la que estuviera depreciándose —ya fuera el dólar o el yen—, sugiere la aparición de un enfoque más ecléctico en la gestión de los tipos de cambio en la región. Una excepción es Malasia, que fijó su moneda al dólar en septiembre de 1998 e introdujo rigurosos controles sobre los movimientos de capitales, los cuales se suavizaron en parte a principios de 1999.

Aunque los tipos de cambio se estabilizaron en Asia durante 1998, la caída del rublo en agosto, las presiones sufridas por el peso mexicano durante



Fuentes de las presiones competitivas sobre las monedas asiáticas									
	Corea	India	Tailandia	Malasia	Singapur	Indonesia	Filipinas	China	Taiwán
India	38								
Tailandia	63	44							
Malasia	66	23	58						
Singapur	53	17	46	56					
Indonesia	37	42	45	41	21				
Filipinas	69	38	67	71	51	42			
China	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwán	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Nota: La similitud de la composición por mercancías de las exportaciones de países asiáticos a Estados Unidos, Japón y la Unión Europea se mide por medio del índice de Finger, utilizando la clasificación SITC a dos dígitos de las exportaciones totales ( $X_i$ ).

El índice de Finger de dos países  $i$  y  $j$  se obtiene aplicando la fórmula siguiente:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min} \left[ \left( X_k^i / X_i \right), \left( X_k^j / X_j \right) \right], \text{ donde } 64 \text{ es el número de sectores.}$$

El índice varía entre 0 (ninguna similitud) y 100 (idéntica composición de las exportaciones).

Fuentes: F. M. Finger y M. E. Kreinin, "A measure of export similarity and its possible uses", en *The Economic Journal*, vol. 89, págs. 905–912; OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro VI.2

los meses siguientes y los ataques especulativos contra el real brasileño, que culminaron en la decisión de dejarlo flotar en enero de 1999, muestran que las monedas de los mercados emergentes continúan siendo vulnerables. Por otra parte, las cifras sobre el volumen de transacciones realizadas en los mercados de divisas en estos últimos años ponen de manifiesto que la actividad sigue siendo moderada en estos mercados (gráfico VI.7). De hecho, en algunos casos, como Indonesia y Malasia, el volumen de transacciones es menor que en 1995. Este hecho es coherente con el cambio de sentido de las entradas de capital en los mercados emergentes descrito en el capítulo VII. Desde agosto de 1998, también ha reflejado la huida mundial en busca de calidad y liquidez (véase el capítulo V) que se produjo tras la crisis rusa.

El gráfico VI.7 muestra dos tipos diferentes de relación entre la actividad de los mercados y su volatilidad. Siguiendo una pauta característica de los mercados de valores, el aumento de la volatilidad observada en el mercado de divisas sudafricano en 1998 se acompañó de un incremento del volumen de transacciones. En cambio, los mercados que experimentaron espectaculares convulsiones, como los de Indonesia en 1997 y principios de 1998 y Rusia en el verano de 1998, muestran una correlación inversa entre la volatilidad y la actividad. En el caso de Rusia, por ejemplo, el volumen de transacciones aumentó en los mercados de divisas a un ritmo extraordinariamente rápido entre 1995 y 1997. Tras la caída del rublo, desapareció casi por completo la actividad, hecho posiblemente agravado por los cambios estructurales de los mercados.

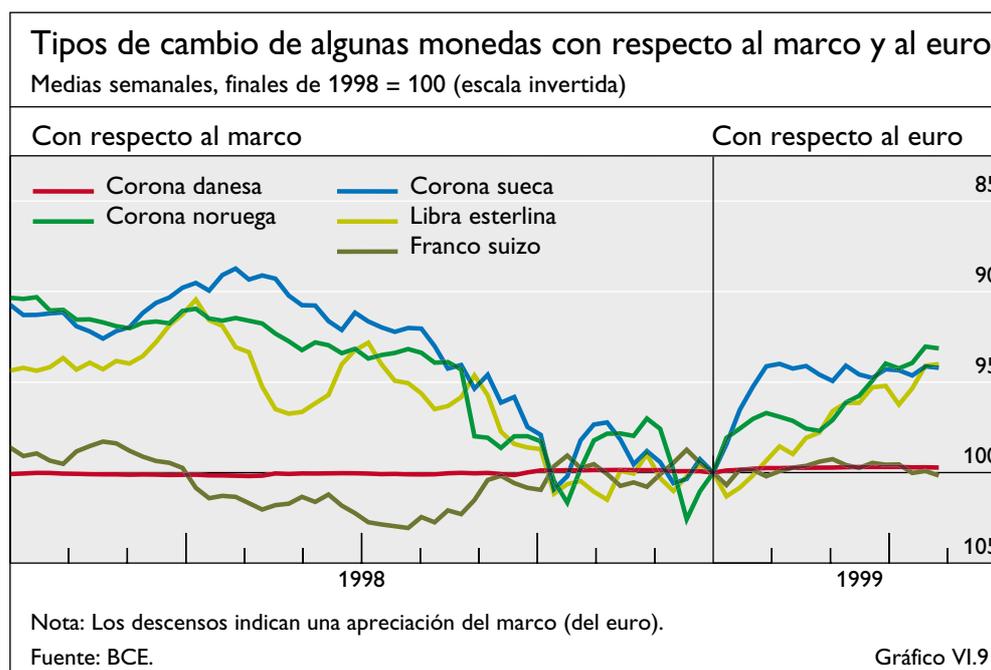
La actividad sigue siendo moderada

## Los tipos de cambio intraeuropeos

Los mercados de divisas europeos se caracterizaron en 1998 por una transición fluida a la unión monetaria y una notable estabilidad, a pesar de las convulsiones que afectaron a los mercados financieros mundiales. Durante el primer semestre del año, la convergencia de los tipos oficiales y de los rendimientos de los bonos en Europa fue acompañada de unos tipos de cambio intraeuropeos estables y una disminución del volumen de transacciones en los mercados de divisas. Según la encuesta realizada por los bancos centrales en 1998, la proporción de transacciones marco alemán/franco francés en los mercados al contado, a plazo y de opciones sobre monedas disminuyó considerablemente entre 1995 y 1998. Esta tendencia se aceleró con el anuncio, el 3 de mayo, de la lista de monedas que participarían en la UEM y los niveles en los que se fijarían los tipos de cambio bilaterales.

La perspectiva de entrar en la UEM desempeña un papel estabilizador

Cuando la crisis rusa provocó una huida mundial en busca de calidad y de liquidez en agosto de 1998, los mercados de divisas de la futura zona del euro permanecieron notablemente en calma. Durante los meses siguientes, la volatilidad de las monedas que iban a integrarse en el euro con respecto al marco continuó siendo moderada y los tipos de interés a corto plazo convergieron hacia finales de año (véase el capítulo IV), revelando los efectos estabilizadores de la llegada de la unión monetaria. En cambio, algunas monedas europeas de países que quedarían fuera de la zona del euro sufrieron presiones entre finales de agosto y octubre de 1998. La diferencia entre la respuesta del marco finlandés y la de las coronas noruega y sueca muestra que la perspectiva de entrar en la unión monetaria desempeñó un papel estabilizador. Mientras que el marco finlandés se mantuvo estable frente al marco alemán, la volatilidad de la corona sueca se triplicó entre agosto y octubre al debilitarse frente al marco (gráfico VI.9). En el caso de la corona



noruega, este efecto se vio agravado por el continuo descenso de los precios del petróleo, lo que obligó a las autoridades monetarias a subir considerablemente los tipos oficiales en agosto y, posteriormente, abandonar su objetivo respecto al tipo de cambio.

La debilidad de la corona sueca con respecto al marco durante la mayor parte de 1998 también se debió a la recesión económica de Suecia, que condujo a las autoridades a bajar repetidamente los tipos oficiales. Durante el cuarto trimestre, la corona se estabilizó frente al marco y la diferencia entre los rendimientos de los bonos suecos y los alemanes se redujo, al esperar los operadores que Suecia no tardaría en entrar en la UEM.

La conducta de dos importantes monedas europeas no pertenecientes a la zona del euro —la libra esterlina y el franco suizo— también reflejó los factores cíclicos subyacentes y las consiguientes respuestas de la política monetaria. El debilitamiento que sufrió la libra frente al marco durante los tres primeros trimestres de 1998 puede atribuirse a los cambios de las expectativas sobre los tipos de interés del mercado británico en respuesta a la aparición de datos indicativos de que el crecimiento de la economía de ese país estaba desacelerándose. La revisión a la baja de las expectativas, evidente en los tipos de interés a futuro implícitos (gráfico VI.2), se confirmó al final por el descenso gradual de los tipos británicos a corto plazo entre octubre de 1998 y abril de 1999. El tipo de cambio entre la libra y el euro fluctuó dentro de una estrecha banda, apreciándose gradualmente la primera de 0,71 £ a 0,66 £ entre enero y abril de 1999. Esta apreciación, en un momento en el que el euro estaba debilitándose frente al dólar, reproduce la conducta revelada por la moneda británica en relación con el marco y el dólar desde principios de los años 90.

El franco suizo, siguiendo una pauta similar a la observada en el pasado, se depreció frente al marco al debilitarse éste durante el primer semestre de 1998, y se fortaleció cuando el marco recuperó el terreno perdido frente al dólar durante el segundo semestre. El franco suizo se depreció levemente frente al euro entre enero y abril de 1999 al caer este último frente al dólar. Sus fluctuaciones frente a la nueva moneda reprodujeron, pues, la pauta seguida en el pasado con respecto al marco. El deseo de las autoridades suizas de mantener esta relación quedó ilustrada por la medida monetaria sincronizada que tomaron el 6 de abril de 1999 cuando el BCE bajó los tipos.

La libra esterlina y el franco suizo evolucionan en paralelo al euro ...

... como lo hacían antes en relación con el marco

## Los mercados de divisas tras la introducción del euro

Durante los primeros meses tras la introducción del euro, la atención se centró en las variaciones a corto plazo del valor de la nueva moneda y, en particular, en su depreciación frente al dólar. Sin embargo, es probable que la llegada del euro provoque cambios estructurales en los mercados de divisas. Estos cambios, cuya cronología es difícil de predecir, están relacionados con el papel que desempeñará el euro en el futuro como moneda de transacción, de reserva, de inversión y de anclaje. El euro representa a una zona económica con el 16% del PIB mundial y el 30% del comercio mundial, proporciones

La importancia del euro depende de su papel como moneda de transacción ...

comparables a las de Estados Unidos, pero no se sabe si acabará cobrando la misma importancia que el dólar.

El euro puede desempeñar un importante papel como moneda de transacción. El uso de una moneda en los mercados de divisas indica su importancia como moneda para realizar transacciones. A juzgar por los datos publicados en la encuesta trienal de 1998, el dólar sigue siendo con gran diferencia la moneda dominante para realizar transacciones (cuadro VI.3). Teniendo en cuenta la proporción del comercio total que desapareció al llegar la UEM, se estima que el dólar aparece en un 94% de todas las operaciones al contado y a plazo. Según las estimaciones basadas en las transacciones realizadas en monedas de la zona del euro en 1998, cuando comenzó la UEM el euro se utilizaba en un 50% aproximadamente de todas las transacciones de divisas. A largo plazo, es probable que aumente esta proporción a un nivel que dependerá del papel que desempeñe como moneda de reserva, de inversión y de anclaje.

Entretanto, lo que es seguro es que la introducción del euro ha provocado una reducción de la actividad en los mercados de divisas. Según la encuesta de 1998, el volumen de transacciones entre las futuras monedas de la UEM, que en 1995 representaba un 13% del total, se redujo a menos de un 6% en 1998.

Mercados de divisas y UEM						
	Volumen de transacciones <sup>1</sup> en 1995			Volumen de transacciones <sup>1</sup> en 1998		
	Total	Frente al dólar de EE.UU.	Frente a las monedas de la UEM <sup>2</sup>	Total	Frente al dólar de EE.UU.	Frente a las monedas de la UEM <sup>2</sup>
En miles de millones de dólares de EE.UU.						
Dólar de EE.UU.	1.313,4	–		1.741,0	–	
Monedas de la UEM <sup>2</sup>	869,8	551,4	201,1 <sup>3</sup>	968,4	709,1	125,1 <sup>3</sup>
Marco alemán	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franco francés	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Ecu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen japonés	371,4	329,9		407,2	363,3	
Libra esterlina	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franco suizo	116,3	85,7		138,8	108,7	
Total	1.571,8	1.313,4		1.981,6	1.741,0	

Nota: Las estimaciones se indican en cursiva.

<sup>1</sup> Volumen medio diario de transacciones, una vez descontada la doble contabilización entre agentes. Dado que el cuadro recoge las transacciones en las que aparece cada moneda en uno de los dos lados, las operaciones se registran dos veces. Para tenerlo en cuenta, el total (que comprende también otras monedas y cantidades no asignadas) se divide por dos. <sup>2</sup> La encuesta sólo indica la descomposición en el caso del marco alemán, el franco francés, la libra esterlina, el ecu y la suma de todas las demás monedas del SME. Para estimar el volumen de transacciones en las monedas de la UEM, se desagrega la suma de otras monedas del SME utilizando cifras sobre la actividad en moneda local, basándose en el método utilizado en el cuadro V.5 del 67º informe anual. <sup>3</sup> Antes de la entrada en vigor de la UEM, las transacciones cambiarias entre monedas de futuros miembros se realizaban a veces utilizando el dólar de EE.UU. como vehículo. Como consecuencia de ello, una estimación de la importancia actual del euro, el dólar y el yen obtenida restando el volumen de transacciones intra-UEM de 1998 conduce a sobrestimar la importancia del euro, subestimar la del yen y estimar correctamente la del dólar.

Fuentes: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity (1995, 1998)*; cálculos del BPI. Cuadro VI.3

Merece la pena señalar que la desaparición de este importante segmento de los mercados de divisas no se ha visto contrarrestada por un aumento de la actividad en las monedas de los mercados emergentes, como se esperaba. El volumen de transacciones en estas monedas disminuyó, de hecho, entre 1997 y 1998.

Para evaluar el papel del euro como moneda de reserva, es necesario distinguir entre su evolución a corto plazo y sus perspectivas a largo plazo. En los últimos años, la proporción de reservas oficiales mundiales invertidas en instrumentos denominados en dólares se ha mantenido bastante estable en torno a un 70% (cuadro VI.4). Las proporciones correspondientes al marco y al yen son mucho más similares, representando alrededor del 11% y el 5%, respectivamente, a finales de 1998. La disminución de la proporción correspondiente a las monedas europeas, excluido el marco e incluido el ecu, explica en gran parte la reducción que experimentaron en 1998 las reservas no denominadas en dólares. Las monedas de la UEM, consideradas en su

... como moneda de reserva ...

Reservas oficiales de divisas					
	1995	1996	1997	1998	Cantidades existentes a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.					
	Variaciones, a los tipos de cambio vigentes				
Total	198,5	172,3	52,7	63,8	1.636,1
Países industriales	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asia <sup>1</sup>	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
América Latina <sup>2</sup>	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europa oriental <sup>3</sup>	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Otros países	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Variaciones, a tipos de cambio constantes <sup>4</sup>				
Total	180,8	200,3	111,4	28,8	1.636,1
Reservas de dólares mantenidas en:	142,5	162,1	78,3	25,7	1.144,6
Estados Unidos <sup>5</sup>	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Bancos fuera de Estados Unidos <sup>6</sup>	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Sin determinar	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Reservas en otras monedas de las cuales:	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
Depositadas en bancos <sup>6</sup>	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

<sup>1</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. <sup>2</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. <sup>3</sup> Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia. <sup>4</sup> Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año. El residuo se ha distribuido en función de las reservas conocidas. <sup>5</sup> Excluidos los pagos anticipados de ventas al extranjero de material militar y el valor corriente de los bonos de cupón cero emitidos para los gobiernos de Argentina, México y Venezuela como garantía de sus bonos Brady. <sup>6</sup> Depósitos de instituciones monetarias oficiales en bancos declarantes al BPI.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

Cuadro VI.4

conjunto, representaban alrededor de un 15% de las reservas mundiales en 1998. Al haber desaparecido las tenencias de monedas de la UEM en los países de la zona del euro, la proporción de las reservas totales correspondiente al dólar habrá aumentado algo. A más largo plazo, el peso del euro en las reservas mundiales en relación con la suma de las monedas que lo constituyen dependerá de las futuras estrategias de gestión de las reservas por parte de los bancos centrales. El papel desempeñado como moneda de anclaje también puede ser relevante si los países que fijan su moneda al euro prefieren tener sus reservas en esa divisa. Dados los elevados niveles de reservas que tienen las economías de mercado emergentes, su política de tipo de cambio puede cobrar especial importancia en este sentido.

... como moneda de inversión ...

En el clima de crecientes movimientos internacionales de bonos y acciones (cuadro VI.5), el euro puede desempeñar un importante papel como moneda para realizar inversiones. Durante el primer trimestre de 1999, se registró un considerable número de emisiones de bonos en esta moneda. Como se sugería en el 67º informe anual, la respuesta de los gestores de pasivos y activos a la introducción del euro será crucial para la evolución de la nueva moneda. El euro se beneficiará, sin duda alguna, de la creciente integración de los mercados europeos de bonos del Estado y de bonos privados. La segmentación que sigue existiendo en algunos de estos mercados, debida entre otras cosas a las diferencias entre las legislaciones, los regímenes tributarios y las prácticas de mercado en los diversos países, indica que el euro también puede tardar algún tiempo en influir en las carteras privadas.

... y como moneda de anclaje

El euro como moneda de anclaje probablemente asumirá el papel que desempeñó el marco hasta finales de 1998. El hecho de que los tipos de cambio con respecto al dólar, al marco y al yen varíen en paralelo, parece indicar que el dólar desempeña un papel dominante en Asia, América Latina y otras regiones (cuadro VI.6). La evidencia sobre la composición por monedas del volumen de transacciones realizadas en los mercados de divisas lleva a la misma conclusión. En 1998, el marco sólo desempeñaba el papel de moneda de anclaje en Europa, lo cual induce a pensar que el euro sólo desempeñará en un futuro inmediato este papel en esa región (y en la anterior zona de influencia del franco francés). A principios de 1999, la libra

Operaciones transfronterizas en bonos y acciones*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	En porcentaje del PIB											
Estados Unidos	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japón	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Alemania	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Francia	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italia	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canadá	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

\* Compras y ventas brutas de títulos entre residentes y no residentes.  
Fuente: Datos nacionales de balanza de pagos.

Cuadro VI.5

Papel del dólar, el marco y el yen como monedas de anclaje									
	Proporción (en % del total) de operaciones en moneda local frente a <sup>1</sup>			Elasticidad del tipo de cambio <sup>2</sup>		Proporción (en % del total) de operaciones en moneda local frente a <sup>1</sup>			Elasticidad del tipo de cambio <sup>2</sup>
	\$	DM	Yen			\$	DM	Yen	
Asia					Europa oriental				
Baht tailandés	96,7	0,3	1,9	0,33	Corona checa <sup>4</sup>	42,8	53,5	3,6 <sup>5</sup>	0,75
Dólar de Taiwán <sup>3</sup>	90,5	1,3	4,4	0,24	Corona eslovaca	85,0	11,9	3,2 <sup>5</sup>	0,63
Rupia india	90,0	2,9	1,0	0,09	Forint húngaro	71,5	25,4	0,0	0,45
Won coreano	97,3	0,5	1,5	0,29	Zloty polaco	78,9	19,8	n.d.	0,33
América Latina					Otras monedas				
Nuevo sol peruano	100,0	0	0	0,03	Libra turca	100,0	0	0	0,68
Peso colombiano	100,0	0	0	-0,08	Nuevo shequel israelí	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Peso mexicano	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Rand sudafricano	95,0	1,8	3,2	0,11
Real brasileño	85-90 <sup>6</sup>	n.d.	n.d.	0,55	Riyal saudí	98,1	0,2	0,1	0

<sup>1</sup> Estas proporciones son el cociente entre las transacciones locales en moneda nacional frente al dólar, el marco y el yen y las transacciones locales totales en esa moneda (julio de 1998). <sup>2</sup> Las elasticidades de los tipos de cambio se estiman como los coeficientes de la regresión  $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (\text{yen}/\$)_t + u_t$ , donde  $X_t$  es el tipo de cambio de una moneda con respecto al dólar. Todas las variables se expresan en variaciones porcentuales. La regresión se estima con datos mensuales del periodo muestral enero de 1993-diciembre de 1998. Los valores indicados son elasticidades con respecto al tipo yen/dólar en el caso de las monedas asiáticas y con respecto al tipo marco/dólar en el caso de todas las demás monedas. Una elasticidad cercana a 0 indica una evolución estrechamente paralela a la del dólar. <sup>3</sup> Abril de 1998. <sup>4</sup> Octubre de 1997. <sup>5</sup> Comprende otras monedas. <sup>6</sup> Estimación.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; FMI; cálculos del BPI. Cuadro VI.6

esterlina, el franco suizo, la corona sueca y la mayoría de las monedas de Europa oriental reaccionaron a las fluctuaciones del tipo entre el euro y el dólar más o menos de la misma forma que reaccionaban antes a las variaciones del tipo entre el marco y el dólar. En promedio, cada vez que el euro se depreció un 1% frente al dólar, el franco suizo se depreció alrededor de un 1,1%. La corona sueca siguió menos de cerca al euro, ya que tendió a depreciarse alrededor de un 0,7% cada vez que el euro se depreció un 1%, mientras que la libra tendió a depreciarse un 0,5%. La corona checa se comportó como la corona sueca, mientras que las fluctuaciones del zloty frente al dólar fueron, en promedio, inferiores a un tercio de las del euro. En cambio, el forint siguió más al euro que al marco.

## VII. Mercados financieros internacionales

### Aspectos más destacados

La moratoria de la deuda rusa anunciada en agosto de 1998 introdujo un gran cambio en los mercados financieros internacionales. Ciertamente, las repetidas tensiones desde la aparición de la crisis asiática en julio de 1997 ya habían afectado considerablemente a la situación general de los mercados. Pero hasta el verano pasado, los factores expansivos fueron, en general, suficientemente fuertes para contrarrestar la creciente preocupación por la exposición al riesgo crediticio. Entre los principales se hallaban la búsqueda de mayores rendimientos en un clima monetario favorable, la diversificación internacional de las carteras —relacionada en parte con esta búsqueda—, la oleada de fusiones y adquisiciones en el mundo industrial y la aparición gradual de un mercado financiero paneuropeo. La imprevista decisión rusa provocó una espectacular pérdida de confianza del mercado, agravada en septiembre por las revelaciones sobre la magnitud de la posición de riesgo de Long-Term Capital Management (LTCM). Las condiciones para emitir títulos se endurecieron bruscamente para todos los prestatarios salvo para los más solventes, la nueva



financiación a través de los mercados internacionales bancarios y de títulos se recortó radicalmente y el volumen de operaciones en el mercado secundario se hundió para todos los instrumentos arriesgados. Aunque la reducción de los tipos oficiales introdujo una cierta calma e infundió nueva vida a los mercados primarios y secundarios, persistió la preocupación por la solidez del sistema financiero mundial.

A pesar de ello y de las considerables pérdidas que experimentaron algunos agentes clave, parece que el mercado interbancario internacional resistió bastante bien la liquidación general de posiciones apalancadas y el brusco cambio de las preferencias de los inversionistas en favor de los activos seguros y líquidos. Al mismo tiempo, algunos factores a largo plazo continuaron favoreciendo la financiación a través del mercado internacional de títulos, y los prestatarios mejor calificados incluso aumentaron sus emisiones en un clima de feroz competencia entre los suscriptores. Por último, fueron los mercados de derivados los que se acomodaron, una vez más, ante la revisión de las posiciones y estrategias existentes. No obstante, la resistencia de los mercados no debe ocultar el hecho de que tanto los participantes en el mercado como las autoridades se vieron sorprendidos por la magnitud del cambio, lo que puso de manifiesto la presencia de graves deficiencias en los sistemas existentes de gestión del riesgo y en la supervisión, así como en la transparencia del mercado.

Estimaciones de la financiación neta en los mercados internacionales <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total de derechos bancarios internacionales <sup>2</sup>	316,4	274,9	680,1	532,7	1.142,6	331,0	9.665,4
Derechos de bancos locales en divisas	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1.382,8
menos: redepósitos interbancarios	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5.563,2
A = Derechos bancarios internacionales netos <sup>3</sup>	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5.485,0
B = Instrumentos del mercado de dinero netos	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Total de emisiones completas de bonos y títulos	..	504,1	536,8	859,6	1.014,0	1.167,8	
menos: amortizaciones y recompras	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Financiación neta con bonos y títulos	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4.121,6
D = A + B + C = Financiación internacional total	388,7	443,6	593,1	957,3	1.038,3	792,7	9.801,1
menos: doble contabilización <sup>4</sup>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1.456,1
E = Financiación internacional neta total	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8.345,0

<sup>1</sup> En el caso de los datos bancarios y de la colocación de euronotas, variación de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio; en el caso de la financiación con bonos, datos sobre flujos. <sup>2</sup> Bancos de los países del Grupo de los Diez, más los de Austria, Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega, Antillas Holandesas, Bahamas, Bahrein, Hong Kong, Islas Caimán y Singapur, y las sucursales de bancos de Estados Unidos en Panamá. <sup>3</sup> Excluidos los redepósitos estimados entre bancos declarantes. <sup>4</sup> Títulos de deuda internacionales adquiridos o emitidos por los bancos declarantes, en la medida en que se hayan inscrito en las estadísticas bancarias como derechos sobre no residentes.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BPI.

Cuadro VII.1

## El mercado bancario internacional

En el área de las líneas de crédito sindicadas, el nivel de fusiones y adquisiciones fue bastante elevado en Norteamérica y Europa durante 1998, pero los préstamos anunciados disminuyeron, no obstante, un 16% (situándose en 957.000 millones de dólares). Las líneas de crédito abiertas a entidades de los mercados emergentes disminuyeron casi un 50% (situándose en 68.000 millones de dólares) y continuaron haciéndolo durante el primer trimestre de 1999. La crisis asiática que estalló a mediados de 1997 ya había creado un clima mucho menos favorable para los prestatarios. La retirada de grupos bancarios japoneses y de otros países asiáticos provocó un endurecimiento aún mayor de las condiciones para obtener préstamos. En ese sentido, la moratoria rusa no hizo más que animar más a los bancos a revisar sus posiciones de riesgo y sus métodos para gestionarlo. La creciente presencia de inversionistas institucionales y de bancos de inversión, así como el aumento del volumen de transacciones en los mercados secundarios, hicieron que los

La moratoria  
rusa ...

Principales características de la actividad bancaria internacional <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
A = Derechos sobre países situados fuera de la zona declarante	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1.200,7
B = Derechos sobre países de la zona declarante	251,4	228,3	506,5	446,2	1.095,0	394,4	9.630,5
(1) Derechos sobre entidades no bancarias	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2.935,1
(2) Financiación internacional de préstamos internos	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1.132,3
(3) Redepósitos interbancarios	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5.563,2
C = Sin asignar	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Derechos bancarios internacionales brutos	315,5	275,1	644,1	604,1	1.184,8	343,1	11.048,2
E = D - B(3) = Derechos bancarios internacionales netos	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5.485,0
A = Pasivos con países situados fuera de la zona declarante	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1.047,9
B = Pasivos con países de la zona declarante	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8.728,1
(1) Pasivos con entidades no bancarias	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2.053,7
(2) Financiación interna de préstamos internacionales	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1.318,2
(3) Redepósitos interbancarios	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5.356,2
C = Sin asignar	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1.065,1
D = A + B + C = Pasivos bancarios internacionales brutos	140,7	660,9	532,9	551,0	1.215,4	384,2	10.841,2
Pro memoria: Créditos sindicados <sup>2</sup>	279,4	477,1	697,7	900,9	1.136,3	957,3	

<sup>1</sup> Variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.

<sup>2</sup> Nuevos créditos anunciados.

Fuentes: Capital DATA; BPI.

Cuadro VII.2

precios fueran más acordes con los vigentes en el mercado internacional de títulos. Al mismo tiempo, el creciente uso de derivados crediticios dio un cierto margen para ajustar con mayor rapidez las posiciones de riesgo, aunque la crisis financiera mundial puso de manifiesto la existencia de una serie de deficiencias en ese segmento del mercado (véase el apartado sobre los mercados de derivados).

El empeoramiento del clima financiero durante 1998 se observa más claramente en las estadísticas bancarias internacionales detalladas del BPI, las cuales se refieren a los préstamos concedidos realmente y no a los anunciados. Así, aunque los bancos redujeron sus préstamos a las economías de mercado emergentes de Asia en una cuantía sin precedentes durante el primer trimestre del año, posteriormente también se retiraron de otras regiones del mundo en vías de desarrollo. En el tercer trimestre, con la crisis rusa en su peor momento, el repliegue de los bancos llegó al mundo industrial. Se produjo, en particular, una reducción radical de nuevos préstamos a clientes no bancarios situados en centros financieros que son sede de los fondos de cobertura. Las ventas paralelas de títulos por parte de los bancos declarantes también demostraron que estaban liquidándose los préstamos con garantía. Aunque el abandono de las economías emergentes se moderó durante el último trimestre, la liquidación de posiciones y la huida de los inversionistas en busca de seguridad alcanzaron su culmen, provocando una contracción absoluta del volumen total de crédito bancario internacional. Al mismo tiempo, los depositantes no bancarios mostraron una clara preferencia por la colocación de fondos en bancos que se creía estaban menos expuestos a la convulsión financiera.

Los factores expansivos ocultaron durante algún tiempo la repercusión negativa de estos acontecimientos en los flujos bancarios internacionales. Uno de ellos consistió en la introducción paulatina de la UEM, que actuó como un catalizador de la expansión de las operaciones transfronterizas en Europa. Otro fue el activo papel que desempeñaron los bancos en los mercados de títulos. De hecho, el brusco movimiento registrado en las tenencias bancarias de ciertos tipos de títulos en el transcurso del año reveló la importancia de sus transacciones por cuenta propia en la actividad global. Otro factor favorable fue la redistribución de la liquidez mundial a través del mercado interbancario internacional. Estos elementos, junto con la expansión internacional de algunos grupos bancarios europeos, también compensaron la retirada de los bancos japoneses y la repercusión indirecta de la convulsión en los bancos que tenían o parecían tener vínculos con grandes deudores o con inversionistas apalancados.

#### *Operaciones con países situados dentro de la zona declarante*

Durante el primer semestre de 1998, la actividad bancaria internacional ya estaba sumamente concentrada en entidades prestatarias ubicadas en Europa, Norteamérica y centros del Caribe, a expensas de Japón y de la mayoría de las economías de mercado emergentes. Esta pauta de préstamos contribuyó a retrasar el aumento de las primas de riesgo dentro del grupo de prestatarios situados dentro de la zona declarante, excluido Japón (véase la nota 2 del cuadro VII.1 para una definición de la zona declarante del BPI). Es posible que

... acentúa la retirada de los bancos del mundo en vías de desarrollo ...

... y provoca una contracción absoluta del crédito ...

... al disminuir los efectos de los factores expansivos

La abundante concesión de préstamos dentro de la zona durante el primer semestre del año ...

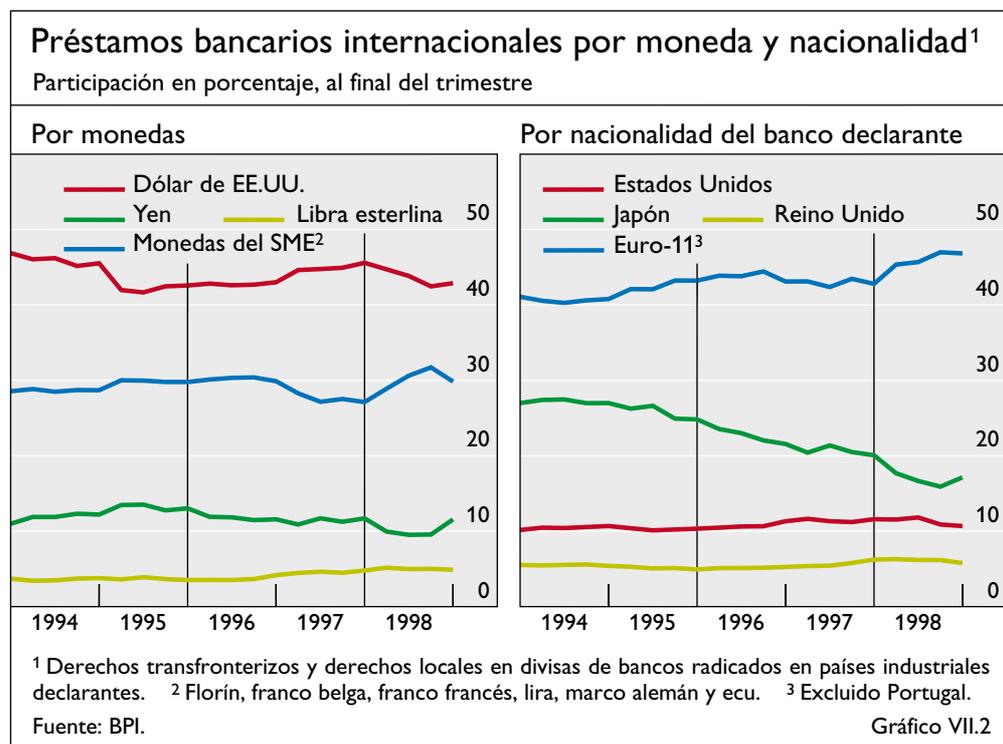
... facilita las transacciones apalancadas ...

... lo que acentúa el giro posterior ...

... al igual que la retirada general de depósitos

también facilitara indirectamente la financiación de estrategias apalancadas. Debe señalarse a este respecto la considerable acumulación de títulos emitidos por entidades de países desarrollados en las carteras de los bancos durante este periodo, si bien el volumen de transacciones relacionadas con esta acumulación sólo quedó patente en la liquidación posterior. Las bruscas oscilaciones de la disponibilidad de crédito durante el verano se evidenciaron sobre todo en las transacciones con el sector no bancario situado dentro de la zona declarante. Aunque el repliegue registrado en el tercer trimestre sólo afectó a entidades situadas en Estados Unidos y algunos de los centros del Caribe (donde están registrados algunos fondos de cobertura), en el cuarto trimestre se convirtió en desbandada, lo que se tradujo en una contracción de un 9% en términos anuales del volumen de crédito bancario internacional concedido a clientes no bancarios situados dentro de la zona declarante.

Por lo que se refiere al pasivo del balance internacional de los bancos declarantes, los nuevos depósitos de inversionistas no bancarios situados dentro de la zona declarante parecieron suficientes hasta el verano para contrarrestar la pérdida de depósitos procedentes de las economías de mercado emergentes. Durante el tercer trimestre, comenzaron a observarse indicios de tensiones cuando esos depositantes mostraron una preferencia por la tenencia de activos en un selecto número de grupos bancarios. El desequilibrio se agravó especialmente en el cuarto trimestre, cuando las entidades no bancarias ubicadas dentro de la zona se retiraron en masa del mercado bancario internacional (-22% en términos anuales). Este hecho ayuda a comprender la tan comentada contracción internacional del crédito del pasado mes de octubre. Retrospectivamente, parece que la interrupción de la intermediación bancaria internacional producida durante este periodo se debió tanto a una disminución de la capacidad de los bancos para atraer fondos



como a su propia reticencia a extender créditos. Así se explica la inyección de liquidez llevada a cabo por las autoridades monetarias de los principales países, la cual impidió que las repercusiones sistémicas fueran mayores.

#### *Operaciones con países situados fuera de la zona declarante*

Los flujos crediticios de los bancos a las economías emergentes y en transición experimentaron un brusco cambio de sentido en 1998 (pasando de +73.000 millones de dólares en 1997 a -60.000 millones), si bien existen considerables diferencias entre las regiones en lo que se refiere tanto al momento de producirse el giro como a su magnitud. En el caso de Asia, la crisis surgida en el verano de 1997 llegó a su culmen en el primer trimestre de 1998, cuando los bancos declarantes redujeron sus posiciones de riesgo en Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. La situación mejoró en los mercados, sobre todo con respecto a Corea, pero sólo temporalmente, ya que los prestatarios de los mercados emergentes soportaron el peso de la huida de los inversionistas en busca de seguridad tras el anuncio de la moratoria rusa en agosto. Los bancos declarantes continuaron reduciendo sus créditos a este grupo de países, pero también se retiraron de China a causa de la creciente incertidumbre sobre la situación financiera de las sociedades de cartera locales y sobre la posibilidad de mantener estable el tipo de cambio (véase el capítulo III). La retirada general de los grupos de bancos prestamistas de diversa nacionalidad y la

La retirada de los bancos de Asia ...

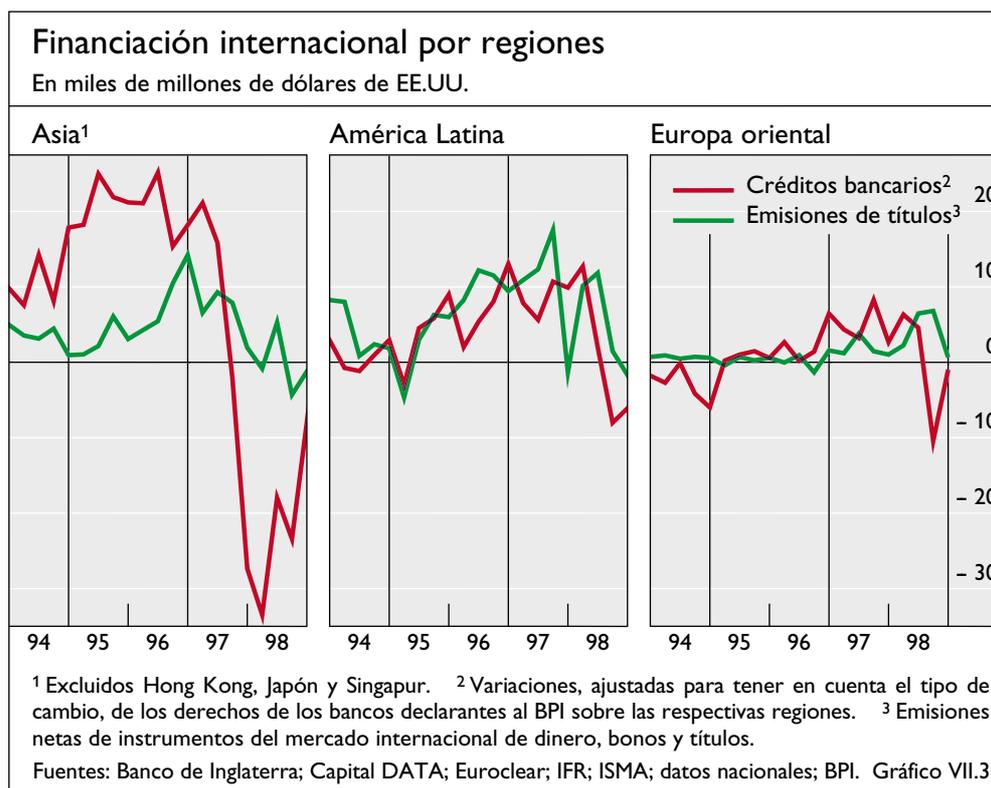
... se amplía durante el verano ...

... para incluir a China ...

Derechos externos de los bancos sobre países situados fuera de la zona declarante*								
	1996	1997	1998				Saldos a finales de 1998	
	Año	Año	Año	1T	2T	3T		4T
En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Total de países situados fuera de la zona	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1.200,7
Países desarrollados	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europa oriental	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	- 1,0	108,8
<i>Rusia</i>	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	- 1,6	54,7
Países en vías de desarrollo	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	- 3,6	843,7
América Latina	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	- 6,1	309,0
<i>Argentina</i>	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	- 2,8	46,5
<i>Brasil</i>	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	- 4,5	98,2
<i>México</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Oriente Medio	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
África	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asia	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	- 7,9	369,3
<i>China</i>	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
<i>Corea</i>	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	- 4,9	74,6
<i>Indonesia</i>	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	- 1,6	50,5
<i>Tailandia</i>	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	- 5,4	56,6

\* Variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.  
Fuente: BPI.

Cuadro VII.3



elevada proporción de deuda a corto plazo en los préstamos bancarios totales concedidos a Asia (el 60%, en promedio, a finales de 1997), agravaron la situación de las economías locales.

El contagio de la crisis asiática a otras regiones se frenó durante un tiempo, pero, a medida que transcurría el año, también se observó una contracción del crédito en otras economías de mercado emergentes. En América Latina, sorprendió el cambio de sentido operado en las relaciones crediticias de los bancos con Brasil entre el primer semestre del año y el segundo. Los altos niveles de los tipos de interés internos, que alcanzaron cotas históricas, y las nuevas reglamentaciones, provocaron enormes entradas de fondos bancarios en la primera parte del año. Sin embargo, a estas entradas siguieron salidas aún mayores cuando los acontecimientos de Rusia llevaron a revisar radicalmente la concesión de créditos a Brasil. La repercusión de la crisis rusa, la liquidación de posiciones apalancadas tras la quiebra casi total de LTCM y los indicios de que había aumentado la participación del sector privado en el conjunto de medidas preventivas del FMI para ayudar al país, probablemente animaron a los acreedores a reducir su presencia antes de la devaluación del real a principios de 1999. Es interesante señalar que la retirada de los bancos de otros países del continente fue más discreta: Argentina continuó teniendo acceso en cierta medida al mercado bancario internacional hasta bien entrado el tercer trimestre y México consiguió nuevos créditos en el cuarto, aunque con mayores márgenes.

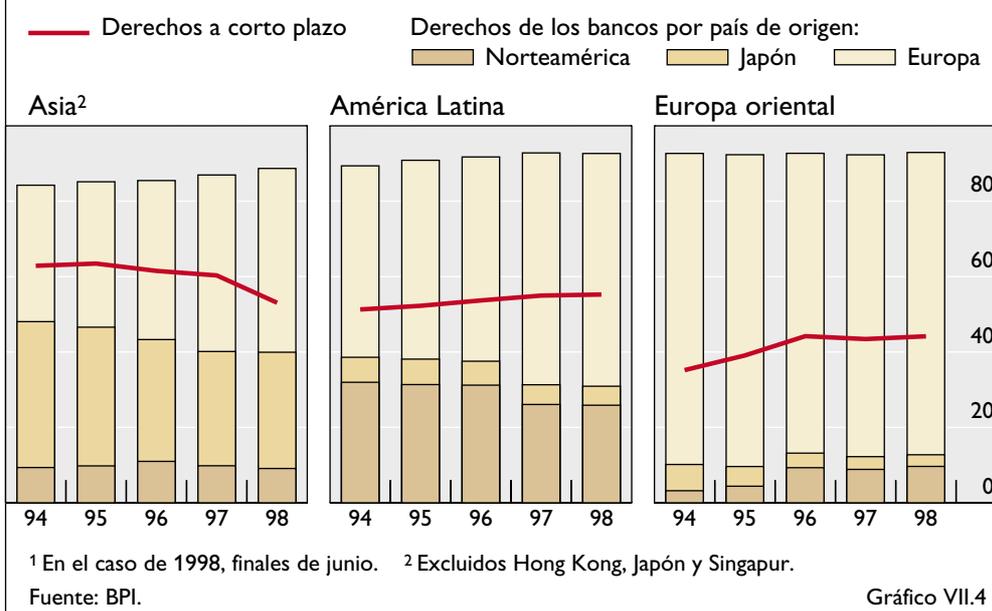
El aislamiento de América Latina en el primer semestre de 1998 de la crisis originada en Asia ya se señaló en el capítulo III. La continua, aunque reducida, capacidad de Argentina y México para acceder a los mercados

... y Brasil

El contagio es discreto en otros países ...

## Principales características de los derechos bancarios internacionales por regiones

En porcentaje de los derechos totales, a finales de año<sup>1</sup>



internacionales a partir de entonces induce a pensar que aumentó la diferenciación del riesgo-país entre los inversionistas. Sin embargo, es posible que otros factores importantes acentuaran esta tendencia. En primer lugar, el supuesto implícito de que los países de la región estaban protegidos por una red de seguridad internacional, animó a los bancos a explotar las diferencias existentes entre los tipos de interés, permitiendo así que se estabilizaran los márgenes (véase el último apartado del presente capítulo). En segundo lugar, los bancos europeos y norteamericanos tenían interés en reforzar su presencia en América Latina y establecer vínculos con los sistemas bancarios locales que se creía habían alcanzado una fase bastante avanzada de reestructuración. En tercer lugar, salvo en Brasil, el peso de la deuda bancaria que vencía en 1998 era considerablemente menor que en Asia. Este hecho redujo las presiones sobre la financiación externa, al menos a corto plazo, tanto más cuanto que en algunos casos podían satisfacerse las necesidades en el mercado internacional de títulos.

En Europa oriental, los datos bancarios internacionales del BPI muestran que los bancos continuaron facilitando financiación a Rusia, hasta la decisión de las autoridades de declarar una moratoria de parte de la deuda del país. Este hecho se ha atribuido a la confianza de los acreedores en la capacidad del país para cumplir sus obligaciones o conseguir ayuda internacional en caso de que tuviera dificultades para pagar los intereses de la deuda. La moratoria se acompañó de una enorme caída del valor de los créditos en dólares de los bancos a Rusia, a causa principalmente de la notable disminución del valor de cartera de los títulos impagados. De hecho, este país explica por sí solo toda la reducción que experimentaron los derechos de los bancos declarantes sobre la región durante el segundo semestre del año. No parece que otros países

... lo que induce a pensar que aumentó la diferenciación del riesgo-país ...

... a pesar de la crisis rusa

de Europa oriental vieran interrumpido significativamente el crédito bancario durante ese periodo, gracias quizá a su clima económico más favorable y a sus crecientes relaciones con los países de la Unión Europea.

Al mismo tiempo, a pesar del efecto conjunto del contagio y del descenso de los precios del petróleo, continuaron entrando fondos bancarios internacionales en Oriente Medio. En particular, Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos siguieron aprovechando su elevada solvencia para recurrir en gran escala al mercado bancario.

## El mercado internacional de títulos

El volumen sin precedentes de emisiones de títulos ...

A pesar del aumento tendencial de los reembolsos y de la contracción de las operaciones con instrumentos del mercado de dinero, la nueva financiación neta por medio de títulos de deuda internacionales alcanzó una nueva cifra récord en 1998 (678.000 millones de dólares). Las condiciones de emisión variaron considerablemente en el transcurso del año. La gran actividad observada durante el primer trimestre se debió tanto a emisiones retrasadas

Principales características de las emisiones internacionales de títulos <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total de emisiones netas	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4.316,1
Instrumentos del mercado de dinero <sup>2</sup>	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Bonos y títulos <sup>2</sup>	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4.121,6
Países desarrollados	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3.506,2
Europa <sup>3</sup>	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2.029,2
Japón	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
Estados Unidos	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canadá	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Centros extraterritoriales	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Otros países	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Instituciones internacionales	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dólar de EE.UU.	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1.971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Monedas de la zona del euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1.173,8
Otras monedas	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Instituciones financieras <sup>4</sup>	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2.022,6
Sector público <sup>5</sup>	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1.273,2
Empresas	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1.020,0
<i>Pro memoria:</i>							
Bonos y títulos anunciados	534,6	492,5	534,5	861,1	1.010,9	1.172,7	

<sup>1</sup> Bonos internacionales: datos sobre flujos; instrumentos del mercado de dinero y títulos: variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio. <sup>2</sup> Excluidos los títulos emitidos en el mercado interno por no residentes. <sup>3</sup> Excluida Europa oriental. <sup>4</sup> Bancos comerciales y otras instituciones financieras. <sup>5</sup> Gobiernos, organismos públicos e instituciones internacionales.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BPI.

Cuadro VII.4

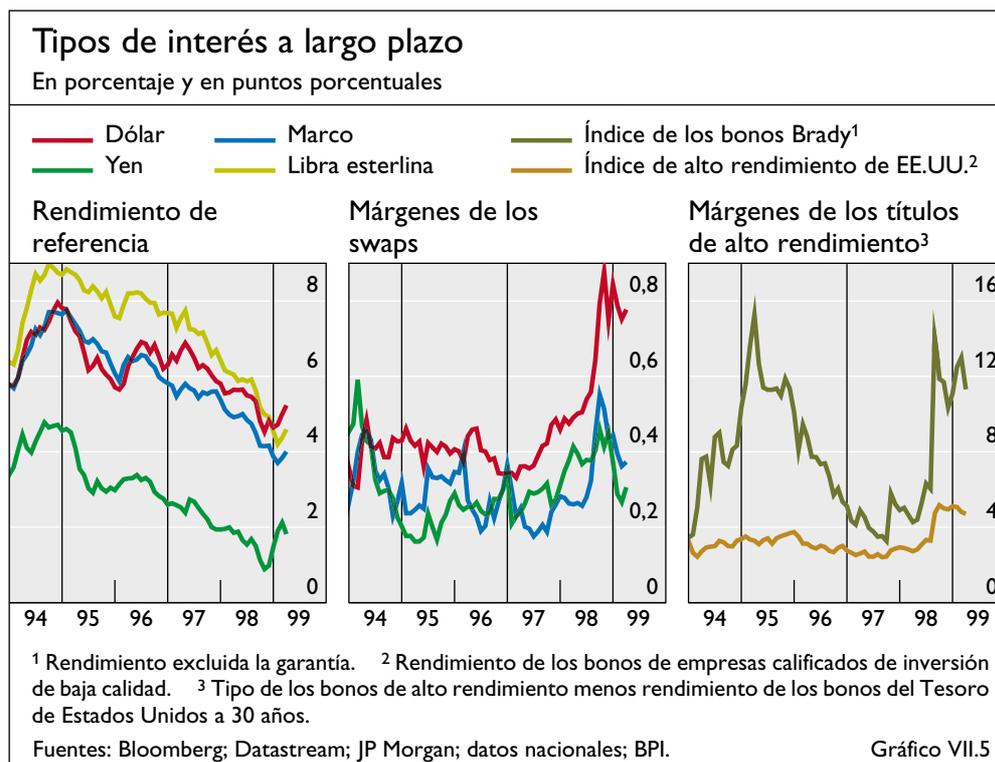
por el empeoramiento de la crisis financiera asiática de finales de 1997 como a la adopción posterior de una política monetaria más acomodaticia. El clima empeoró en agosto, cuando la moratoria rusa cerró el acceso al mercado a todos los títulos, salvo a los mejores. Una ronda de reducciones de los tipos de interés oficiales aportó una cierta calma y permitió que se reanudara la actividad, si bien la preocupación por el riesgo crediticio y de liquidez afectó profundamente a la composición de las emisiones, a costa de los títulos de los mercados emergentes. Los datos disponibles sobre el primer trimestre de 1999 muestran que esos prestatarios pudieron retornar al mercado internacional de títulos poco después de la devaluación brasileña de enero (ampliamente esperada). Sin embargo, los indicadores del mercado inducen a pensar que la revisión global del riesgo del pasado otoño tuvo una influencia más duradera en las primas de riesgo crediticio y de liquidez, que continuaron siendo superiores a su media a largo plazo.

Ello no obstante, el mercado demostró ser resistente a las repetidas tormentas. Aunque el aumento del número de inversionistas y emisores, así como de la variedad de productos ofrecidos, fue un importante factor favorable, hubo otros factores a largo plazo, entre los cuales destacan tres. En primer lugar, la reestructuración de los sectores industrial y financiero se tradujo en una oleada de emisiones ligadas a adquisiciones. En segundo lugar, la mejora de la situación presupuestaria en el mundo industrial (salvo en Japón) brindó una oportunidad a una amplia variedad de prestatarios de primera calidad. Y tercero, la inminente introducción de la moneda única europea impulsó los flujos transfronterizos, y el deseo de los emisores de establecer valores de referencia denominados en ecu/euros provocó el abandono de algunos mercados nacionales.

... muestra la resistencia de los mercados ...

... en un contexto de reestructuración ...

... ajuste al euro ...



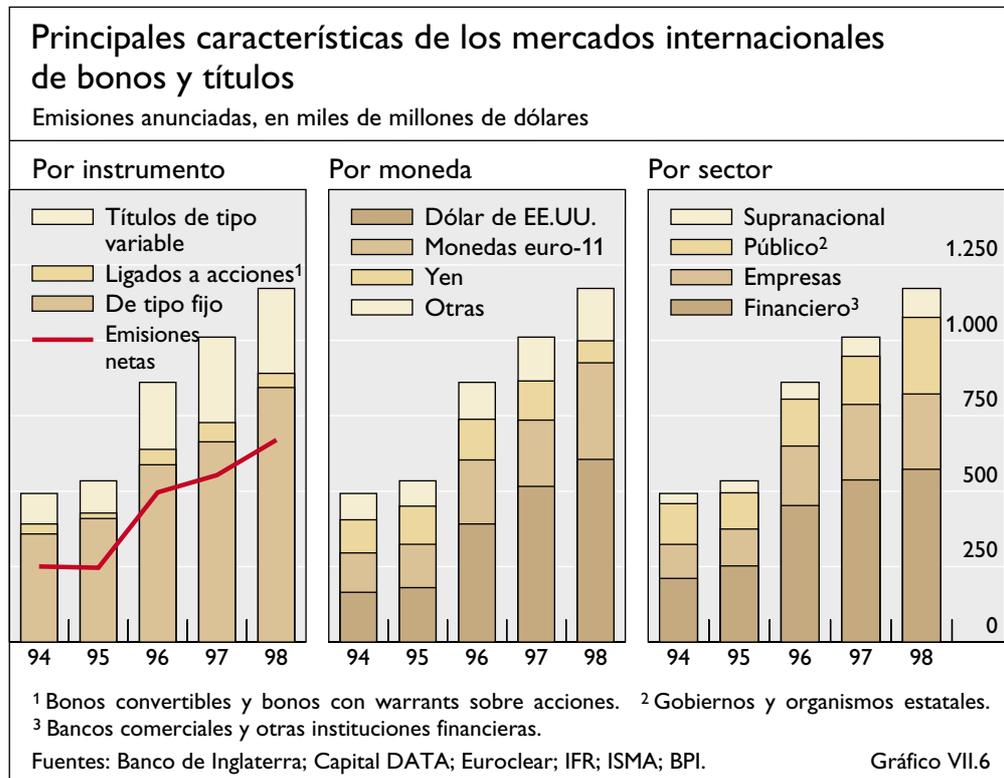
El aumento de la volatilidad del mercado acentuó la concentración de los intermediarios. Los suscriptores estadounidenses mantuvieron su liderazgo, valiéndose de la solidez de sus balances para conseguir grandes emisiones en dólares de organismos supranacionales y del sector público. Los operadores situados en Europa se beneficiaron de su capacidad para colocar títulos en monedas europeas y de la inminente introducción del euro para aumentar de nuevo su cuota de mercado. En cambio, el bajo volumen de transacciones originadas en Japón y denominadas en yenes provocó una nueva disminución de la solvencia de los intermediarios financieros japoneses. Al mismo tiempo, la creciente competencia redujo los márgenes de suscripción, lo que condujo a algunos grupos bancarios a reducir gradualmente su aspiración a convertirse en operadores mundiales.

... y feroz  
competencia entre  
los suscriptores

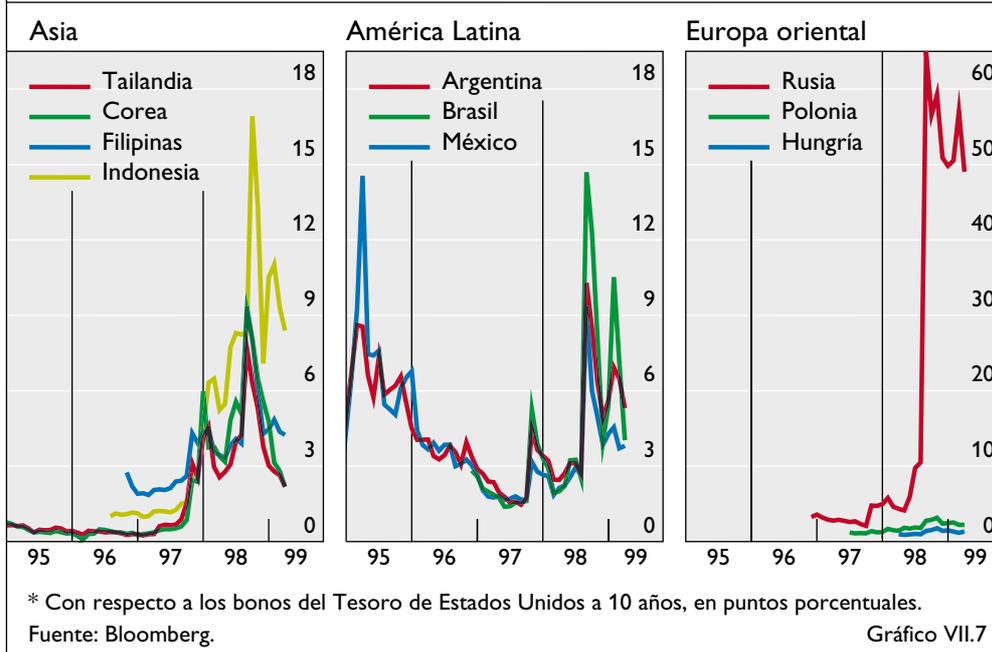
#### Tipo y nacionalidad de los emisores

Los inversionistas  
se pasan a los  
títulos líquidos ...

La crisis de los mercados financieros repercutió en la composición de los prestatarios que accedían al mercado internacional de títulos. La elevada demanda por parte de los inversionistas de títulos de primera calidad y líquidos animó a las entidades públicas del mundo industrial y a las agencias supranacionales a aumentar gradualmente sus emisiones (un 59% y un 44% al año, respectivamente), lo que se tradujo en un notable incremento del volumen medio de las transacciones: las operaciones por valor de más de 1.000 millones de dólares representaron un 27% de las emisiones, frente a un 10% un año antes. Las instituciones financieras continuaron representando la mayor proporción de las emisiones (54%), a pesar de la preocupación por sus posiciones de riesgo en las economías de mercado emergentes y en inversionistas apalancados. El interés de los inversionistas por las grandes



## Margen medio de los bonos internacionales soberanos en dólares de EE.UU.\*



emisiones de valores de referencia y las dudas sobre la solidez del sector privado no financiero dificultaron las emisiones de este último grupo.

Los prestatarios de Estados Unidos y Alemania se mostraron especialmente activos, representando el 26% y el 13%, respectivamente, de las emisiones brutas totales de títulos de deuda. Aunque las agencias semipúblicas de financiación de Estados Unidos aprovecharon la reducida oferta de títulos del Tesoro para establecer grandes referencias internacionales, las instituciones bancarias alemanas de primera fila siguieron la estrategia de diversificar sus fondos por medio de emisiones excepcionalmente grandes en marcos alemanes. En cambio, la financiación bruta de prestatarios japoneses cayó cuando los bancos tuvieron que hacer frente a un aumento de las primas de riesgo y las empresas recurrieron al mercado nacional de bonos. Al mismo tiempo, los prestatarios de los mercados emergentes soportaron los efectos de la huida de los inversionistas en busca de seguridad. Así, la emisión bruta de esas entidades disminuyó un 36% con respecto al volumen récord de 1997 (situándose en 95.000 millones de dólares). Aunque los inversionistas mostraron su preferencia por los emisores de América Latina y Europa oriental durante el primer semestre del año, la actividad se interrumpió en este segmento del mercado tras la moratoria rusa. Ello no obstante, algunos prestatarios soberanos consiguieron lanzar considerables emisiones, pero con márgenes mucho mayores y menores vencimientos. Por otra parte, algunas emisiones contenían “edulcorantes” para venderse mejor.

### Tipo y moneda de las emisiones

La financiación por medio de *instrumentos del mercado de dinero*, abarcando éstos el europapel comercial (ECP) y otras euronotas a corto plazo, se

... de los mejores emisores de Estados Unidos y Alemania ...

... a expensas de las entidades de los mercados emergentes

Cae la emisión de títulos a corto plazo ...

desaceleró aún más en 1998. Esta desaceleración se debió en parte a la crisis de los mercados emergentes, pero sobre todo a la devolución de la deuda por un reducido grupo de prestatarios soberanos europeos e instituciones financieras japonesas. Esta moderada actividad contrastó claramente con la enorme expansión del mercado de papel comercial de Estados Unidos. Aunque el dólar continuó siendo la moneda más utilizada en el mercado de ECP, algunos gobiernos europeos han tomado posiciones, en previsión de la aparición de un mercado de deuda europea grande y líquido a corto plazo, anunciando la introducción de nuevas líneas de crédito denominadas en euros.

... pero la demanda de liquidez aumenta la emisión de títulos de tipo fijo

En los *segmentos a largo plazo* del mercado, el aumento de la emisión bruta de *títulos ordinarios de tipo fijo* contrarrestó con creces la caída de los bonos de tipo variable y de los títulos ligados a acciones. Aunque la volatilidad mostrada por los rendimientos de los bonos y los tipos de los swaps durante el segundo semestre del año dificultó frecuentemente el lanzamiento de títulos de tipo fijo, la demanda de liquidez por los inversionistas y las prisas de los prestatarios para llevar a cabo grandes operaciones de referencia antes de la llegada de la UEM apoyaron ese segmento. La persistencia de los grandes márgenes de los swaps en algunas de las principales monedas (el dólar y la libra esterlina, en particular) también permitió a los prestatarios de primera fila contrarrestar los efectos negativos de los márgenes menos atractivos de las nuevas emisiones. Sin embargo, ante la débil demanda de complejas estructuras, las agencias supranacionales y los grandes emisores del sector público se sirvieron de muy diversos elementos que aumentaban la liquidez, incluida la posibilidad de intercambiar los títulos adquiridos por tramos y los contratos de recompra.

El riesgo crediticio dificulta la emisión de bonos de interés variable

Aunque la evolución de los tipos de interés mundiales y la volatilidad de los precios de los activos avivaron el interés de los inversionistas por los instrumentos defensivos, los amplios márgenes de los swaps redujeron el atractivo de la emisión de *bonos de interés variable*. La crisis financiera mundial también suscitó dudas sobre la solvencia de las instituciones financieras, principales usuarias de este segmento del mercado. El volumen de *emisiones ligadas a acciones* disminuyó de manera considerable en 1998, tras un año excepcionalmente bueno. Como consecuencia de los malos resultados de los mercados japoneses de acciones, las empresas japonesas estuvieron casi ausentes de un segmento en el que habían sido antes la fuerza dominante. La situación fue diferente en el caso de los prestatarios situados en Europa, donde la reestructuración industrial y la creciente importancia dada al rendimiento para el accionista continuaron induciendo a las empresas a liquidar las tenencias cruzadas de acciones por medio de emisiones canjeables fiscalmente rentables (que permitían canjear la deuda de una empresa por acciones de otra). Debe señalarse que la escasez de transacciones ordinarias ligadas a acciones oculta el volumen de actividad existente en este segmento del mercado, ya que un creciente número de emisiones se ha estructurado sintéticamente a partir de derivados relacionados con acciones. El mercado primario de *acciones internacionales* estuvo algo más animado, con un nuevo volumen récord de emisiones (125.000 millones de dólares) lanzadas principalmente por empresas de telecomunicaciones europeas y japonesas recientemente privatizadas.

Las emisiones ligadas a acciones están sometidas a influencias contrapuestas ...

Algunos hechos muestran la diversidad de factores que influyeron en el mercado internacional de títulos. Por ejemplo, durante el primer semestre del año hubo indicios de que los inversionistas estaban mostrándose cada vez más favorables a la deuda de sociedades, como lo demostraba la expansión de las emisiones de alto rendimiento europeas (“emisiones basura”). Pero esa actividad se interrumpió casi por completo a continuación, debido a la huida en busca de calidad. Al mismo tiempo, los *títulos-valores respaldados con garantía de activos* se beneficiaron de la demanda de inversión en títulos de primera calidad, a pesar de la jerarquización de los créditos y de la preocupación por la liquidez y la solidez financiera de tales estructuras. Estos factores no impidieron el desarrollo de la titularización en algunos países europeos, como lo demuestra el lanzamiento de las primeras emisiones hipotecarias en Italia y Suiza. Las presiones a las que estaban sometidos los bancos europeos para aumentar la eficiencia del capital y los rendimientos de las acciones, también los han llevado a transferir el riesgo crediticio de su cartera de créditos a las empresas mediante la emisión de obligaciones garantizadas por esos créditos (a menudo, en combinación con derivados crediticios). Sin embargo, la amplia diversidad de reglamentaciones y convenciones, así como la existencia de vías de financiación rivales (como los instrumentos hipotecarios con garantía pública), siguen constituyendo una traba para el mercado europeo de títulos respaldados por activos.

... como son los instrumentos de elevado rendimiento

Las operaciones en dólares de Estados Unidos continuaron representando alrededor de la mitad de las emisiones brutas de títulos internacionales. La huida en busca de calidad y de liquidez favoreció a los bonos emitidos por agencias y los vehículos de titularización estadounidenses (incluidos los bonos globales, que tienden a venderse a residentes estadounidenses). Sin embargo, la inminente introducción del euro provocó un aumento de la proporción de monedas de la zona del euro (del 19% al 24%) y de ecu/euros (del 1% al 6%). También aumentó notablemente la actividad en libras esterlinas, debido en parte a las favorables oportunidades que presentaban los swaps. En cambio, los factores técnicos y los factores relacionados con la liquidez dificultaron las operaciones en las monedas europeas más pequeñas en beneficio del marco alemán. El elevado costo de las emisiones de las entidades japonesas, la falta de oportunidades atractivas de swaps de divisas y el rápido desarrollo de las emisiones de sociedades nacionales, dificultaron las operaciones extra-territoriales en yenes. Por último, la repercusión de la crisis de los mercados emergentes en la emisión en monedas de alto rendimiento quedó contrarrestada en parte por la recuperación de algunos países asiáticos y la introducción de nuevas monedas.

Predominan las emisiones en dólares de EE.UU. ...

... a pesar del aumento de las operaciones relacionadas con el euro ...

... y disminuye el papel del yen

## Mercados mundiales de derivados

Los cambios de las expectativas sobre los tipos de interés y los tipos de cambio, los nuevos máximos registrados en los mercados de acciones y el brusco cambio de sentido de las posiciones apalancadas durante el segundo semestre del año, estimularon la actividad en los mercados de derivados en 1998. El volumen de transacciones se disparó en el tercer trimestre al huir los

Aumentan las transacciones de derivados ...

Mercados de algunos instrumentos financieros derivados						
	Cantidades nominales a finales de año					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	En miles de millones de dólares de EE.UU.					
Instrumentos negociados en bolsa	7.771,2	8.862,9	9.188,6	9.879,6	12.202,2	13.549,2
Futuros de tipos de interés	4.958,8	5.777,6	5.863,4	5.931,2	7.489,2	7.702,2
Opciones sobre tipos de interés	2.362,4	2.623,6	2.741,8	3.277,8	3.639,9	4.602,8
Futuros de divisas	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opciones sobre divisas	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futuros basados en índices bursátiles	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Opciones sobre índices bursátiles	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Instrumentos OTC <sup>1</sup>	8.474,6	11.303,2	17.712,6	25.453,1	29.035,0	50.997,0
Swaps de tipos de interés	6.177,3	8.815,6	12.810,7	19.170,9	22.291,3	..
Swaps de divisas <sup>2</sup>	899,6	914,8	1.197,4	1.559,6	1.823,6	..
Opciones sobre tipos de interés <sup>3</sup>	1.397,6	1.572,8	3.704,5	4.722,6	4.920,1	..

<sup>1</sup> Datos recogidos por la ISDA. <sup>2</sup> Corregida la doble declaración de ambas divisas; incluidos los swaps cruzados de tipos de interés y divisas. <sup>3</sup> Máximos fijados, collares, mínimos fijados y *swaptions*.  
Fuentes: Futures Industry Association; ISDA; varios mercados de futuros y opciones; cálculos del BPI.  
Cuadro VII.5

... sobre todo durante el tercer trimestre ...

inversionistas de los activos arriesgados y optar por los títulos del Estado de primera calidad y líquidos. La competencia entre las bolsas continuó siendo intensa, especialmente en Europa, donde la inminente llegada del euro y el inexorable avance de los mercados de valores automatizados pusieron en cuestión la supremacía de los mercados organizados. Por otra parte, las bolsas continuaron haciendo frente a la competencia de los mercados extrabursátiles (OTC), en rápida expansión, lo que las obligó a ofrecer una mayor diversidad de servicios para compensar la pérdida de actividades tradicionales. El enorme aumento experimentado por las posiciones en los OTC durante el segundo semestre del año mostró que la necesidad de invertir las posiciones tras la moratoria rusa contrarrestaba con creces el efecto amortiguador del aumento de la preocupación por el riesgo de liquidez y de contraparte. No obstante, la crisis y las consiguientes pérdidas pusieron de manifiesto las carencias de los sistemas de gestión del riesgo en los periodos de extraordinaria volatilidad y desaparición de la liquidez, lo que impulsó a los operadores a revisar sus modelos de riesgo y sus procedimientos de control interno.

... debido a que los inversionistas invierten sus posiciones

#### *Instrumentos negociados en bolsa*

Las operaciones relacionadas con tipos de interés dominan en las bolsas ...

El volumen agregado de contratos financieros contabilizados por el BPI aumentó aún más en 1998 (un 9%, situándose en 388 billones de dólares). Los productos relacionados con tipos de interés, que continuaron siendo con gran diferencia los más negociados, aumentaron ininterrumpidamente (un 8%, alcanzando los 350 billones de dólares). La incertidumbre sobre el rumbo

de la política monetaria europea y norteamericana favoreció a los contratos relacionados con tipos de interés a corto plazo durante una gran parte del año, mientras que la huida hacia los títulos del Estado de primera calidad y líquidos aumentó la actividad a lo largo de la mayor parte de la curva de rendimientos durante el segundo semestre. Sin embargo, hacia finales de año disminuyó el volumen de operaciones debido a la reducción de los tipos oficiales, a la retirada de los inversionistas apalancados y a la reducción de las posiciones en previsión de la llegada de la UEM. Los contratos basados en índices bursátiles siguieron creciendo mucho más deprisa que los productos relacionados con tipos de interés (+16%, alcanzando los 34 billones de dólares), toda vez que se introdujeron nuevos índices y los brotes de presiones a la baja sobre el

... pero los índices bursátiles tienen un creciente interés ...

Instrumentos financieros derivados negociados en bolsas organizadas							
	Cantidad nocional						Cantidad nocional a finales de 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
En billones de dólares de EE.UU.							
Futuros de tipos de interés	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Sobre instrumentos a corto plazo	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
de los cuales:							
<i>Eurodólares a tres meses</i>	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
<i>Euroyenes a tres meses</i>	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
<i>Euromarcos a tres meses</i>	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
<i>PIBOR a tres meses</i>	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Sobre instrumentos a largo plazo	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
de los cuales:							
<i>Bonos del Tesoro de EE.UU.</i>	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
<i>Bonos del Estado japonés</i>	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
<i>Bonos del Estado alemán</i>	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
<i>Bonos del Estado francés</i>	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Opciones sobre tipos de interés <sup>1</sup>	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Futuros de divisas	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Opciones sobre divisas <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Futuros basados en índices bursátiles	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Opciones sobre índices bursátiles <sup>1</sup>	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
<b>Total</b>	<b>227,8</b>	<b>340,5</b>	<b>333,9</b>	<b>321,5</b>	<b>356,7</b>	<b>387,7</b>	<b>13,5</b>
<i>En Norteamérica</i>	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
<i>En Europa</i>	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
<i>En Asia<sup>2</sup></i>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
<i>Otros</i>	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

<sup>1</sup> Opciones de compra y opciones de venta. <sup>2</sup> Incluidas Australia y Nueva Zelanda.

Fuentes: Futures Industry Association; varios mercados de futuros y opciones; cálculos del BPI.

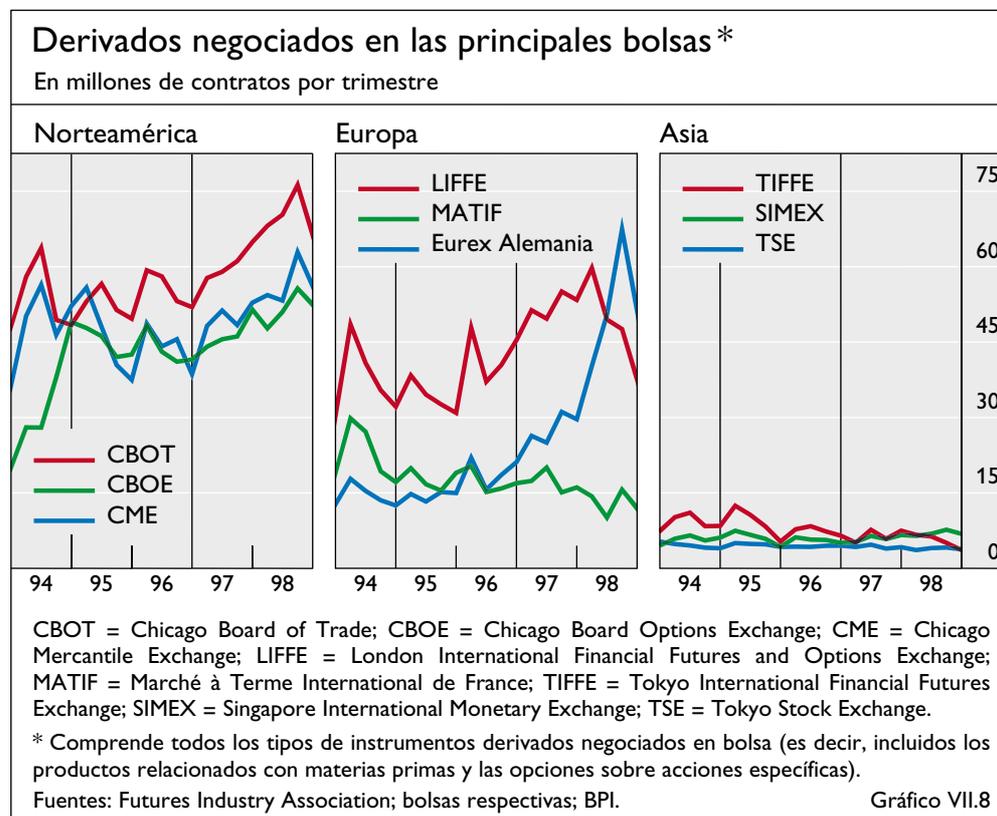
Cuadro VII.6

... mientras que la actividad relacionada con las divisas continúa estancada

mercado y de volatilidad impulsaron a los inversionistas a buscar protección. En cambio, las grandes fluctuaciones de los principales pares de monedas no se acompañaron de un aumento global de los contratos relacionados con divisas (-17%, situándose en 3,5 billones de dólares). Aparte del continuo predominio de las operaciones OTC en la gestión del riesgo cambiario, los observadores atribuyeron esta moderada actividad bursátil a la estabilidad de los tipos cruzados europeos y a la reticencia de los inversionistas a tomar posiciones en las monedas de los mercados emergentes.

La CBOT continuó siendo la mayor bolsa del mundo (el número de contratos negociados aumentó un 16%, situándose en 281 millones), debido al enorme incremento del volumen de contratos del Tesoro de Estados Unidos y al crecimiento de los nuevos productos relacionados con índices bursátiles. La actividad también aumentó en CME y CBOE, las dos segundas mayores bolsas de Estados Unidos (el volumen de contratos aumentó un 13% y un 11%, respectivamente, situándose en 227 millones y 207 millones). En Europa, Eurex Alemania (antiguamente DTB) alcanzó un nuevo récord (+87%, situándose en 207 millones) y sobrepasó a LIFFE, que era la tercera bolsa con mayor actividad del mundo. Durante el segundo semestre del año, la huida en busca de calidad condujo a que los contratos de futuros *bund* ocuparan la tercera posición en la categoría de tipos de interés tras los contratos de bonos del Tesoro de Estados Unidos y de eurodólares. Sin embargo, la contracción que experimentaron los bonos del Estado de Alemania en el momento de la crisis llevó a temer que el mercado subyacente no fuera suficientemente grande en los periodos de dificultades. Al mismo tiempo, la actividad total disminuyó en LIFFE (un 7%, situándose en 194 millones), ya que el aumento

Eurex sobrepasa a LIFFE ...



de los productos relacionados con tipos de interés a corto plazo y de algunos productos ligados a acciones quedó contrarrestado con creces por una contracción de los instrumentos basados en bonos del Estado. Particularmente, los contratos *bund* se abandonaron al emigrar la actividad al sistema electrónico más barato de Eurex. A pesar de los grandes avances tecnológicos, el volumen de operaciones cayó en MATIF (-31%, situándose en 52 millones de contratos), en un clima de reducción de las variaciones relativas de los tipos de interés de Europa continental.

... al emigrar a Francfort los contratos *bund*

La prevista consolidación de los instrumentos europeos relacionados con los tipos de interés impulsó la introducción de una multitud de contratos compatibles con el euro, lo que hizo temer que, en el afán de innovar, pudiera sufrir la liquidez. Otro hecho notable en Europa fue el considerable aumento del volumen de transacciones con productos ligados a acciones, que se beneficiaron de los intentos de introducir toda una variedad de nuevos índices bursátiles y contratos paneuropeos, así como la reducción del valor unitario de ciertas opciones. La actividad fue moderada, en general, en los países de la costa del Pacífico, sobre todo en Japón, donde, a pesar de que la “prima japonesa” brindó algunas oportunidades, el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés (salvo durante un breve periodo a finales de año) redujo la demanda de cobertura. Otros mercados asiáticos se recuperaron provisionalmente, al negociarse más contratos relacionados con acciones. No obstante, la actividad de los mercados de Asia y de otras economías emergentes continúa representando, en valor, una proporción pequeña de la actividad de los países industriales.

Lanzamiento de contratos compatibles con el euro ...

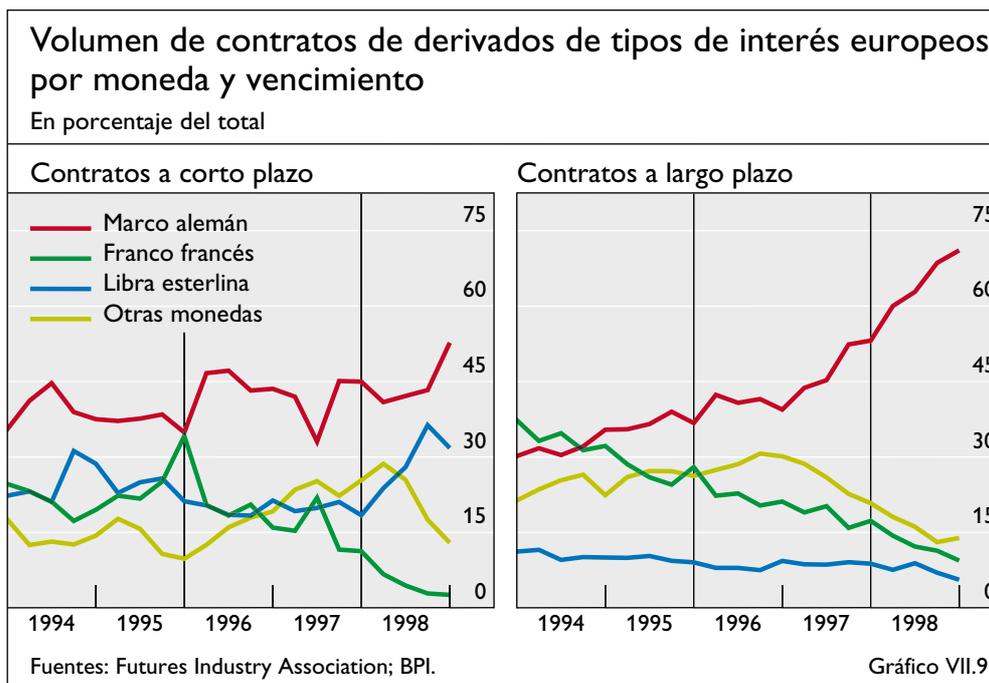
... y de productos relacionados con acciones paneuropeas ...

La batalla por la cuota de mercado experimentó un nuevo y espectacular giro en Europa cuando las bolsas que se habían basado principalmente en operaciones a viva voz, como LIFFE y MATIF, se rindieron a la inexorable expansión de la contratación bursátil por pantalla. El acuerdo entre la Deutsche Börse (DB) y la London Stock Exchange, firmado a principios de julio, aunque se refería principalmente a la negociación al contado de títulos, también aumentó las presiones en favor de la concentración y el establecimiento de nuevas alianzas regionales. Las bolsas de Estados Unidos, por su parte, iniciaron algunos proyectos conjuntos con agentes al por mayor y empresas informáticas especializadas, para introducir sistemas electrónicos que permitieran la negociación conjunta de títulos del Estado y de derivados relacionados con ellos. Con este rápido proceso de informatización, la batalla por la supremacía está trasladándose gradualmente del lanzamiento de nuevos contratos al terreno tecnológico, en beneficio de un pequeño número de centros eficientes desde el punto de vista de los costos. En este sentido, merece la pena señalar que los sistemas específicos de las grandes bolsas electrónicas ya están siendo puestos en cuestión por los sistemas de transacciones de “nueva generación”, que permiten la interconexión (en particular, a través de Internet) de diferentes instrumentos tanto negociados en bolsa como OTC. La creciente importancia de la contratación por pantalla, que abarca a diversos productos y segmentos del mercado, está planteando nuevos retos a los reguladores que desean garantizar la solidez y la transparencia de esos sistemas.

... impulsados por la competencia ...

... la concentración ...

... y las nuevas tecnologías



### Instrumentos OTC

Los datos preliminares de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) sobre los swaps y las opciones sobre tipos de interés relacionadas con swaps, muestran que la expansión se reanudó en 1998 tras una pausa en 1997. Aunque el aumento del número de operadores declarantes infló el incremento que experimentaron, según estos datos, las cantidades nominales de posiciones pendientes (76%), la tasa ajustada de crecimiento continuó siendo significativamente mayor que la de las bolsas (35% y 9%, respectivamente). En particular, la liquidación de posiciones apalancadas producida durante el segundo semestre del año provocó un aumento del volumen pendiente (puesto que, a diferencia de lo que ocurre en los mercados de futuros, las posiciones existentes no se extinguen con la firma de contratos opuestos). Sin embargo, la preocupación por el riesgo crediticio provocó una enorme reducción de las líneas de crédito a las contrapartes más débiles hacia finales de año, lo que frenó la expansión global del mercado.

La liquidación de posiciones impulsa las operaciones OTC ...

... encabezadas por los swaps de tipos de interés ...

La ISDA no publicó datos más desagregados, pero otras fuentes inducen a pensar que los *productos relacionados con los tipos de interés* fueron la principal fuerza motriz. Ante las enormes pérdidas, los operadores por cuenta propia y los fondos apalancados liquidaron sus posiciones, entre otras cosas por medio de swaps de activos y de títulos estructurados. Además, la excepcional evolución de los tipos japoneses a un día y de los rendimientos de los bonos hacia finales de año generó un cierto volumen de transacciones. Cuando los pasivos interbancarios de los bancos japoneses sufrieron nuevas presiones al alza, los bancos radicados en occidente comenzaron a ofrecer tipos negativos por los depósitos denominados en yenes, provocando un giro de los swaps de esta moneda y un cierto relanzamiento de las operaciones basadas en tipos de interés mínimos.

En el área de los *derivados de divisas*, la apreciación casi continua del dólar frente al yen hasta agosto alimentó la actividad en opciones conexas, contrarrestando en parte la disminución de las transacciones intraeuropeas y de las relativas a divisas de los países emergentes (véase el capítulo VI). Desde entonces, la liquidación general de posiciones en títulos denominados en dólares se acompañó de una liquidación paralela de posiciones cortas en yenes, lo que provocó una volatilidad sin precedentes de los principales tipos de cambio y una interrupción de las operaciones. Sin embargo, la actividad mejoró algo en los mercados asiáticos (salvo en Japón), ya que la apreciación de las monedas locales y la recuperación de las bolsas permitieron suavizar gradualmente la política monetaria y relanzar parcialmente los contratos a plazo.

... y las opciones sobre divisas

En el mercado de *derivados crediticios*, la crisis asiática ya había conducido a los agentes a centrar la atención en la cuestión del riesgo crediticio, pero, al propagarse por todo el mundo durante el segundo semestre del año pasado, el mercado sufrió influencias contrapuestas. Por un lado, la preocupación por el enorme volumen de créditos concedidos por los bancos a instituciones muy apalancadas y a las economías de mercado emergentes, despertó un interés general por los instrumentos que protegían contra el riesgo de contraparte. Por otro, el notable aumento de los márgenes crediticios exigidos a las entidades de las economías de mercado emergentes hizo que los intermediarios se mostraran precavidos a la hora de proporcionar cobertura a las entidades peor calificadas. Además, según algunas fuentes del mercado, la liquidez sufrió a consecuencia de las dudas sobre la documentación de los créditos, como lo atestiguan los conflictos legales entre las partes sobre la cobertura de los préstamos concedidos a Rusia. Los compradores de cobertura tuvieron dificultades para conseguir que les pagaran, debido a la existencia de discrepancias sobre la definición de un hecho crediticio, la fijación de los precios de los créditos de referencia y la liquidación de los contratos.

La atención prestada a la gestión del riesgo crediticio ...

... pone de relieve los problemas de los derivados crediticios

#### *Vínculos entre los mercados y transparencia*

La encuesta trienal de los bancos centrales sobre los mercados de derivados OTC, realizada a finales de junio de 1998, da una idea de la situación existente justo antes de la moratoria de la deuda rusa. Destacan cuatro aspectos de especial importancia, teniendo en cuenta los acontecimientos ocurridos posteriormente. En primer lugar, las cantidades nominales muestran que el grado de exposición a las fluctuaciones de los tipos de interés en los mercados de derivados OTC, que era cuatro veces mayor que en los mercados organizados, constituye la principal fuente de riesgo de mercado en el sector de los derivados. La exposición relacionada con los tipos de interés representa dos tercios de las cantidades nominales agregadas OTC pendientes declaradas a finales de junio de 1998 (72 billones de dólares) y el 90% de las cantidades nominales correspondientes a los mercados organizados (14 billones de dólares). Debe señalarse, sin embargo, que el desarrollo de sofisticadas estrategias de compraventa, la expansión concomitante de los vínculos entre los mercados y el arbitraje regulador pueden haber reducido la relevancia de los datos agregados sobre las distintas categorías de riesgo de mercado. Por

La encuesta mundial sobre derivados OTC muestra ...

... el predominio de los contratos relacionados con tipos de interés ...

ejemplo, los elevados costos de capital de los swaps de divisas han llevado a reproducirlos por medio de una combinación de swaps de tipos de interés y de divisas a corto plazo. Esto significa que la acumulación de riesgos cambiarios no se refleja correctamente en los datos sobre los swaps de divisas.

... en la transferencia del riesgo de mercado ...

En segundo lugar, las cantidades notacionales de posiciones de tipos de interés y de posiciones relacionadas con divisas en los mercados de derivados OTC son comparables actualmente con las posiciones de liquidez en los mercados mundiales de crédito bancario y de títulos. Las cantidades notacionales sirven, en general, de base para calcular los flujos de caja asociados a diferentes contratos. Como tales, permiten comparar aproximadamente la transferencia potencial de riesgo de mercado en los mercados al contado y de derivados, pero no constituyen una medida exacta de las ganancias y las pérdidas incurridas en una transferencia de tal tipo. Un indicador mejor es el valor bruto de mercado de los contratos OTC, que mide el costo de sustitución de todos los contratos pendientes si se hubieran liquidado en la fecha de declaración. Esos costos de sustitución eran de 2,6 billones de dólares a finales de junio de 1998 (o sea, un 3,6% de las cantidades notacionales declaradas). Sin embargo, un defecto de los sistemas existentes de recogida de datos es la falta de información similar sobre los instrumentos al contado, lo cual significa que esos valores no pueden utilizarse para evaluar las posiciones largas y cortas de una cartera global (teniendo en cuenta las posibles compensaciones entre los distintos tipos de posiciones).

... pero la variedad de instrumentos y de estrategias ...

En tercer lugar, las instituciones financieras no declarantes han cobrado mucha importancia (representan un 41% de las cantidades notacionales totales), debido al lugar preponderante que ocupan los inversionistas institucionales y apalancados. Incluso antes de la caída de LTCM, había ya abundantes indicios de que tales intermediarios habían acumulado grandes posiciones, con el fin de beneficiarse de la divergencia/convergencia de los rendimientos y de la volatilidad en una amplia variedad de instrumentos de renta fija. De hecho, al disminuir las oportunidades de arbitraje, el creciente uso de estas estrategias dio lugar a un grado de apalancamiento cada vez mayor para conseguir unos rendimientos aceptables. Una estrategia seguida por muchos fue la del *yen carry trade*, consistente en tomar posiciones cortas en el mercado de dinero del yen y posiciones largas en activos de mayor rendimiento en otras monedas. La liquidación de esas posiciones tras la moratoria rusa de agosto originó grandes reembolsos de pasivos en yenes y precipitó aparentemente la enorme apreciación del yen de septiembre y principios de octubre (véase el capítulo VI). Aunque estas estrategias eran generales, no podían ser recogidas directamente por las estadísticas existentes, debido a la diversidad de vías empleadas para conseguir el nivel deseado de exposición a los riesgos de mercado y/o de crédito. No obstante, el elevado crecimiento experimentado por los swaps de divisas, las opciones sobre yenes y los swaps de tipos de interés desde la encuesta de 1995, induce a pensar que estas operaciones relacionadas con el yen, que antes sólo se realizaban en el mercado al contado, incluyen actualmente una amplia variedad de instrumentos derivados.

... oculta el verdadero riesgo crediticio ...

Por último, una vez tenido en cuenta el efecto que producen los acuerdos de compensación en los valores de mercado positivos brutos de los contratos,

la exposición de las instituciones declarantes al riesgo crediticio inherente a sus operaciones con derivados OTC era de 1,2 billones de dólares a finales de junio de 1998. Aunque esta cifra era bastante menor que la correspondiente a la exposición recogida en los balances, retrospectivamente parece que subestima en grado considerable el riesgo crediticio potencial. El caso de LTCM puede ayudar a demostrarlo. LTCM, cuya estrategia consistía en explotar las diferencias de precios entre una amplia variedad de activos financieros (véase el capítulo V), era quizá el que más utilizaba en todo el mundo los swaps de

... como lo demuestra el caso de LTCM

Posiciones globales en los mercados de derivados OTC por tipo de instrumento de riesgo <sup>1</sup>						
	Posiciones a finales de marzo de 1995			Posiciones a finales de junio de 1998		
	Cantidades nominales	Valores brutos de mercado		Cantidades nominales	Valores brutos de mercado	
	Miles de millones de \$ EE.UU.	Miles de millones de \$ EE.UU.	En % de las cantidades nominales	Miles de millones de \$ EE.UU.	Miles de millones de \$ EE.UU.	En % de las cantidades nominales
Contratos relacionados con divisas	13.095	1.048	8,0	22.055	982	4,5
Contratos a plazo simples y swaps de divisas	8.699	622	7,2	14.658	584	4,0
Swaps de divisas	1.957	346	17,7	2.324	255	11,0
Opciones	2.379	71	3,0	5.040	141	2,8
Otros	61	10	16,4	33	2	6,4
Contratos relacionados con tipos de interés <sup>2</sup>	26.645	647	2,4	48.124	1.354	2,8
Acuerdos sobre tipos de interés futuros	4.597	18	0,4	6.602	39	0,6
Swaps	18.283	562	3,1	32.942	1.186	3,6
Opciones	3.548	60	1,7	8.528	126	1,5
Otros	216	7	3,2	52	2	4,5
Contratos ligados a acciones	579	50	8,6	1.341	201	15,0
Contratos a plazo y swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Opciones	527	43	8,2	1.161	180	15,5
Contratos relacionados con materias primas	318	28	8,8	506	39	8,0
Oro	147	10	6,8	228	9	4,4
Otros	171	18	10,5	278	30	10,9
Contratos a plazo y swaps	120	13	10,8	165	..	..
Opciones	51	5	9,8	113	..	..
Derivados crediticios y otros contratos OTC	..	..	..	118	4	3,1
Lagunas estimadas en las declaraciones	6.893	432	6,3	..	..	..
<b>Total general</b>	<b>47.530</b>	<b>2.205</b>	<b>4,6</b>	<b>72.143</b>	<b>2.580</b>	<b>3,6</b>

<sup>1</sup> Ajustadas para tener en cuenta la doble contabilización entre agentes. Las series de 1995 y 1998 no son totalmente comparables, puesto que se diferencian por los meses de declaración, por la base de declaración (local en 1995 y mundial consolidada en 1998) y por el número de países declarantes (26 en 1995 y 43 en 1998). <sup>2</sup> Contratos en una sola divisa.

Fuente: BPI. Cuadro VII.7

tipos de interés. En agosto de 1998, tenía una cantidad nominal de 750.000 millones de dólares (de un total de derivados superior a 1 billón de dólares) con unas cincuenta contrapartes de todo el mundo, sin que ninguna conociera la exposición total de LTCM. Estos swaps representaban más de un 5% del total declarado a los bancos centrales por los agentes en sus relaciones con “otras” instituciones financieras en la encuesta. Aunque las contrapartes estaban totalmente cubiertas contra el riesgo crediticio de cada momento, no habían tomado ninguna medida para protegerse de los aumentos del riesgo que podían provocar las variaciones de los valores de mercado. Éstas no comenzaron a buscar más garantías hasta que se conoció en septiembre la grave situación de LTCM. Los intentos de LTCM de conseguir fondos vendiendo sus títulos más líquidos se dejaron sentir en los mercados de todo el mundo, transmitiendo la onda expansiva de los títulos de poca calidad y poco líquidos a los instrumentos de referencia.

Así pues, aunque el detonante fue la moratoria rusa, la tormenta del pasado otoño se debió principalmente a la acumulación de posiciones excesivamente grandes y concentradas con clientes que resultaron ser más vulnerables a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez de lo que se suponía. La crisis también puso de manifiesto la poca información que suministran los inversionistas apalancados sobre su exposición a los riesgos de mercado, la naturaleza de sus estrategias de negociación y la validez de su método de gestión del riesgo. Aunque las garantías puedan haber dado a los agentes la sensación de estar protegidos contra el riesgo crediticio, el grado inesperadamente alto de interrelación de las posiciones y los intermediarios desestabilizó incluso los títulos de mayor calidad y más líquidos, demostrándose así que los principales mercados financieros están menos aislados que nunca de las crisis surgidas en la periferia del sistema. Desde entonces, las instituciones crediticias han comenzado a revisar los supuestos de sus modelos y a poner más énfasis en las simulaciones de crisis y en el análisis de los datos fundamentales.

Estos acontecimientos también han puesto de relieve que los modelos estadísticos existentes no pueden utilizarse fácilmente para evaluar de manera exhaustiva y coherente las posiciones mundiales, debido en parte a que la manera de medir el riesgo de mercado y el riesgo crediticio varía de unos segmentos a otros, pero también a causa de las complejas interdependencias de mercados aparentemente no relacionados entre sí, creadas, bien por la toma de posiciones opuestas, bien por la utilización de instrumentos como garantía. Actualmente, están realizándose esfuerzos para mejorar la transparencia, tanto en cada institución como a escala macroeconómica (véase el capítulo dedicado a las actividades del banco). En este sentido, se intentan reforzar las normas sobre la comunicación de información, así como desarrollar sistemas de declaración capaces de generar medidas útiles de la vulnerabilidad de los mercados. No deben subestimarse los retos conceptuales y prácticos. Mientras no se resuelvan estas cuestiones, habrá que continuar recurriendo a las fuentes actuales de datos y tener en cuenta sus lagunas en el proceso de toma de decisiones de los agentes.

La falta de  
transparencia  
a escala  
microeconómica ...

... y macro-  
económica ...

... subraya la  
necesidad de  
mejorar los  
métodos de  
identificación del  
riesgo

## VIII. Conclusiones: encontrar luz entre las sombras

No existe una solución única ni sencilla para resolver los problemas económicos actuales. Aunque pudiera pensarse que es fácil distinguir las medidas destinadas a conseguir la estabilidad macroeconómica de las relacionadas con la estabilidad financiera, en la práctica no es tan sencillo. La falta de estabilidad en una área contribuye normalmente a crear inestabilidad en otra. Cabe recordar que la inflación relativamente elevada de los años 70 y 80 en muchos países industriales llevó a los inversionistas a buscar protección en la propiedad inmobiliaria, lo cual contribuyó, a su vez, a un exceso de crédito, préstamos improductivos y bancos excesivamente expuestos. Más recientemente, en Japón, México y el sudeste asiático se observa el proceso inverso: la debilidad de los bancos y la consiguiente contracción del crédito han retrasado la recuperación tras las perturbaciones macroeconómicas. Esta observación tiene una desafiante implicación: las iniciativas que adopten las autoridades deben abarcar un amplio frente si quieren conseguir una mejora duradera del nivel de vida.

También se admite cada vez más que las diferentes medidas necesarias para promover la estabilidad macroeconómica y financiera comparten algunas características comunes. Así, es preciso que la gestión de la política monetaria y fiscal sea transparente para que sirva de punto de anclaje a las expectativas. Pero la transparencia también es necesaria en los agentes de los mercados financieros si se quiere que la disciplina de mercado contribuya a un comportamiento prudente. Otra característica común es que las medidas tomadas en estos dos frentes deben evitar resolver los problemas de hoy a costa de empeorar los de mañana; el riesgo moral es una cuestión realmente importante. Por último, parece existir un reconocimiento general en estas dos áreas de que los procesos subyacentes no se comprenden en detalle y que los resultados son inevitablemente inciertos. Dado que incluso los planes bien concebidos no siempre arrojan los resultados pretendidos, tal vez sea necesario dar más prioridad al objetivo de evitar que surjan situaciones realmente nefastas cuando se piensa en las medidas que van a adoptarse.

Lo sucedido en los mercados financieros entre agosto y octubre del año pasado recordó a los responsables de la política económica que existen muchas probabilidades de que los precios de los activos experimenten variaciones extremas, al menos en sentido descendente. Las interrelaciones de varios tipos de riesgo, que antes se suponía eran independientes, provocaron grandes fluctuaciones de los precios, que pusieron en peligro la solidez de las instituciones financieras e incluso el funcionamiento de los propios mercados. Los graves acontecimientos ocurridos recientemente en muchas economías emergentes han dejado claro que las variables macroeconómicas también

pueden evolucionar de una manera extrema. Nadie debe suponer que los países industriales avanzados son inmunes a estos problemas. Aunque la mayoría de los expertos en predicciones anticipan que el crecimiento continuará e incluso se acelerará, son muchas las incertidumbres específicas, de modo que las predicciones actuales tienen necesariamente un amplio margen de error. ¿Qué ocurrirá con la confianza de los consumidores en Japón cuando cobre impulso realmente la reestructuración de las empresas? ¿Cómo afectará la introducción del euro a la competencia y a los precios en Europa, así como a la estructura financiera por medio de la cual funciona la política monetaria? ¿Conseguirá la difusión de las nuevas tecnologías reducir el desempleo creando nuevas posibilidades de producción o lo elevará suprimiendo puestos de trabajo? ¿Avanzará rápidamente la reestructuración de los bancos asiáticos o apenas lo hará? A estas preguntas podrían añadirse muchas más, y ni las respuestas ni sus implicaciones para la política económica son obvias.

Tampoco es obvio que la distribución de los riesgos actuales sea simétrica. En realidad, parece menos probable una reaparición general de la inflación que una desinflación adicional o incluso una deflación. La propia incertidumbre erosiona la confianza y provoca una reducción del gasto. Los desequilibrios actúan en el mismo sentido. Cuando al final se resuelven, los que salen ganando no necesariamente ajustan el gasto al alza, mientras que los perdedores no suelen tener más alternativa que reducir el suyo. Por otra parte, los desequilibrios mencionados en la introducción de este informe anual pueden contribuir a que los resultados sean peores de lo esperado. El exceso de capacidad de producción de bienes comerciados en el mercado internacional podría tener algunas implicaciones. Ya está presionando a la baja sobre los precios en los países industriales avanzados, aunque el volumen de exportaciones procedentes de Asia aún no ha respondido totalmente a las depreciaciones anteriores. En Estados Unidos, las presiones proteccionistas están aumentando, aunque la tasa de desempleo siga bajando y registrando un mínimo tras otro. Y la intensificación de la competencia de precios hace que las empresas sean vulnerables a cualquier aceleración significativa de los costos. Si los beneficios disminuyeran de nuevo en Estados Unidos, este descenso podría repercutir de modo significativo en los precios de las acciones, lo cual probablemente influiría, a su vez, en el consumo. Por último, los desequilibrios comerciales sin precedentes implicarán necesariamente en algún momento una depreciación del dólar y una apreciación del yen y del euro. Si esto ocurre antes de que las economías de Japón y Europa continental hayan vuelto a una senda de sano crecimiento, son evidentes las posibles consecuencias negativas para la economía mundial.

Parece que las medidas tomadas por los responsables de la política económica hasta la fecha confirman que son conscientes de estas preocupaciones. Los tipos de interés han bajado notablemente en todo el mundo industrial y en muchas economías emergentes. La suavización de la política monetaria llevada a cabo en los países industriales avanzados a finales del año pasado también era coherente con el deseo de ayudar a calmar los mercados mediante una nueva inyección de liquidez. Podría ocurrir, además,

que la política monetaria perdiera eficacia si los precios bajaran de un modo general, debido principalmente, pero no sólo, a la imposibilidad de que los tipos de interés nominales se vuelvan negativos. Si se considerara que esto puede llegar a ser un problema, las recientes reducciones de los tipos de interés de algunos países también podrían responder al deseo de evitar caer en una trampa deflacionista, de la que probablemente sería difícil salir.

Sin embargo, sería un error extraer la conclusión de que la respuesta a los problemas económicos existentes actualmente en el mundo consiste tan sólo en suavizar aún más la política monetaria. En el fondo, fue la adopción de una política monetaria excesivamente acomodaticia durante muchos años lo que provocó muchos de los problemas actuales. Además de considerar algunos de los dilemas que plantea la gestión de la política monetaria, ahora hay que prestar más atención a otras cuestiones igualmente difíciles relacionadas con la elección del sistema de tipos de cambio, la política fiscal y la reforma del mercado de trabajo. Por lo que se refiere más directamente a la estabilidad financiera, es preciso tomar medidas urgentes en muchos países para reestructurar los sistemas bancarios y, a menudo, también las empresas. De igual modo, deben llevarse a la práctica las numerosas recomendaciones recientes para conseguir que los sistemas financieros, una vez saneados, se mantengan así en un futuro inmediato.

### Políticas en favor de la estabilidad macroeconómica

La gestión de la política monetaria está condicionada por una serie de circunstancias excepcionales en todas las grandes regiones del mundo. En Estados Unidos, la incertidumbre y las disyuntivas a las que se enfrenta la Reserva Federal son normales en algunos aspectos, pero no así en otros importantes. Cuando la política monetaria tiene por objeto conseguir la estabilidad de los precios internos, es habitual basar las predicciones sobre la inflación en algún concepto del exceso de capacidad que hay en la economía. Lo que no es habitual, sin embargo, es el grado de incertidumbre que rodea actualmente a esas predicciones en Estados Unidos. Las estimaciones de los niveles de capacidad basadas en datos del mercado de trabajo son totalmente distintas de las basadas en datos sobre el stock de capital. Además, no existe hasta la fecha ninguna prueba concluyente a favor ni en contra de que la economía de Estados Unidos haya entrado en una “nueva era” de aceleración del crecimiento de la productividad.

Las variaciones de los precios de los activos también han sometido a la gestión normal de la política monetaria estadounidense a unas restricciones complementarias cada vez más rígidas. Aunque la tormenta financiera del pasado otoño contribuyó en alguna medida a la decisión de bajar los tipos de interés, la subida anterior de los precios de las acciones, unida al elevado crecimiento del crédito, podría haber sugerido subirlos. La reciente recuperación de los precios de las acciones hasta alcanzar unos niveles sin precedentes y su consiguiente repercusión en el gasto de consumo sugieren una conclusión similar. Uno de los grandes riesgos de que continúe la expansión mundial actual es que la economía de Estados Unidos se

recaliente y que el temor a una recesión subsiguiente reduzca la riqueza y recorte el gasto. Si el dólar bajara al mismo tiempo, como consecuencia de las salidas de capitales y de un gran déficit comercial, no cabe excluir la posibilidad de que entráramos en un periodo de estanflación. Ahora que los mercados financieros disfrutan de una cierta calma, la necesidad de evitar tal concatenación de acontecimientos debe ser un importante criterio en la formulación de la futura política monetaria.

En Europa, el reto excepcional del año pasado fue la introducción del euro, realizada con autoridad y acierto, como lo atestigua la estabilidad que mostraron los tipos de cambio intraeuropeos durante todo el año. El desafío para el año venidero consiste en gestionar la política monetaria en un entorno económico no sólo nuevo, sino, además, destinado deliberadamente a cambiar con rapidez al introducirse el propio euro. El hecho de que las posiciones cíclicas y las variaciones de los precios de los activos de muchos Estados miembros fueran muy diferentes a comienzos de año, plantea algunos problemas a la gestión de la política monetaria. Las fluctuaciones del valor del euro también crean otras complicaciones, en concreto cómo interpretarlas y cómo responder a ellas. Lo que está claro, sin embargo, es que el objetivo del Banco Central Europeo es la estabilidad de los precios y que, en la actualidad, el peligro de que éstos bajen demasiado parece tan grande como el de que suban excesivamente. El BCE ha dejado claro en fecha reciente que su respuesta a las desviaciones con respecto al objetivo de inflación será simétrica, lo cual implica que los tipos oficiales podrían bajar aún más dependiendo de las circunstancias.

En Japón, la política monetaria también está gestionándose en un entorno muy poco habitual, como es el de una bajada de los precios. Aunque el resultado es bastante incierto, parece que se dan muchos de los ingredientes necesarios para que prosigan las presiones deflacionistas. La carga del endeudamiento real que soportan las empresas continúa aumentando, lo que frena la inversión. Los costos laborales unitarios están aumentando y la reestructuración elevará el desempleo, mermando aún más la confianza y el gasto de consumo. Aunque no parece que se hayan pospuesto las compras en la creencia de que los precios seguirán bajando, como parece que está ocurriendo en China, no puede excluirse esta posibilidad.

El Banco de Japón respondió bajando los tipos de interés casi a cero, aumentando la liquidez en el sistema bancario y comprando una gran cantidad de títulos del sector privado. De momento, estas medidas han sido en gran parte inútiles, lo cual ha llevado a preguntarse qué más se puede hacer, si es que puede hacerse algo. El caso japonés muestra las limitaciones de la política monetaria cuando los tipos nominales son ya muy bajos y el exceso de capacidad muy alto. También puede dar alguna idea tanto de las ventajas como de las limitaciones de unas formulaciones claras sobre los objetivos de las autoridades.

Un importante hecho que afectó a Japón fue la enorme apreciación del yen registrada durante el segundo semestre del año pasado. Aunque podría muy bien ser beneficiosa para los competidores de Japón en Asia, no cabe duda de que perjudicará al sector de exportaciones, una de las pocas fuentes

de apoyo de la economía japonesa. En circunstancias más normales, se podría haber hecho frente a esta apreciación bajando los tipos de interés o interviniendo, para indicar que se bajarían si fuera necesario. Sin embargo, sin una capacidad creíble de cumplir una promesa tal, era más difícil resistirse a esta inoportuna apreciación del yen. El hecho de que las expectativas del mercado no se basaran en una comprensión clara del papel desempeñado por el tipo de cambio en la gestión de la política japonesa, tampoco fue de mucha ayuda. Como mínimo, debería dejarse claro que, de momento, el objetivo de terminar con la recesión japonesa y evitar la aparición de una mentalidad deflacionista debe tener prioridad sobre la preocupación por la balanza comercial.

Las dudas sobre las posibilidades de las autoridades monetarias para cumplir sus promesas también jugaron en contra de la adopción de un objetivo explícito de inflación o de nivel de precios. En principio, cualquiera de los dos enfoques podía contribuir a impedir una espiral a la baja de las expectativas sobre los precios y, por lo tanto, podía provocar una oportuna reducción de las expectativas sobre los tipos de interés reales a largo plazo. En la práctica, sin embargo, los agentes económicos deben creer que las autoridades poseen los instrumentos necesarios para alcanzar sus objetivos. Actualmente, parece dudoso. Aunque en las presentes circunstancias ninguno de los dos enfoques parecería, pues, muy útil por sí mismo, ese cambio de estrategia podría desempeñar una útil función auxiliar siempre que pudieran encontrarse otros medios para reducir realmente la brecha actual de producción.

Las enormes fluctuaciones del yen y la introducción del euro desencadenaron en el periodo examinado la reaparición de sugerencias para mejorar la gestión concertada de un sistema mundial tripolar de tipos de cambio. Los sistemas de tipos de cambio fluctuantes tampoco están exentos, en realidad, de sus propios problemas, comenzando por la posibilidad de que surjan burbujas de los precios de los activos si los tipos de interés permanecen bajos, al llevar la subida del tipo de cambio una gran parte del peso en la lucha contra la inflación. Sin embargo, no es probable que un acuerdo político altere significativamente el sistema actual, en el que la política monetaria interna está orientada esencialmente a las necesidades de la economía nacional. Un problema subyacente, con una importancia tanto académica como práctica, es la continua propensión de los inversionistas a pedir préstamos en los centros de tipos de interés bajos y a prestar en los centros donde son altos, sin considerar la posibilidad de tener que devolver los préstamos en una moneda apreciada. Es necesario investigar con mayor profundidad los aspectos desestabilizadores de este tipo de fallos del mercado.

En muchas economías de mercado emergentes también surgieron nuevas cuestiones relacionadas con los tipos de cambio. La principal enseñanza que cabe extraer es que los países deben evitar los sistemas de fijación ajustable y sustituirlos por otro mucho más rígido o adoptar voluntariamente un sistema de fluctuación dirigida. Un ejemplo de la primera opción son Hong Kong y Argentina, que defendieron con éxito su sistema de caja de conversión (*currency board*) el año pasado, gestionando el sistema de una manera más

flexible (Hong Kong) o amenazando con dolarizar y abstenerse de dirigir los tipos de cambio (Argentina). En ambos casos, la consecuencia lógica fueron unos tipos de interés excesivamente elevados. Otros países, como Brasil, no eligieron la flotación de su moneda, pero se vieron forzados a adoptarla en un clima de crisis. Los resultados fueron, en general, insatisfactorios. Al igual que ocurrió en Asia el año pasado, las monedas tendieron a reaccionar excesivamente y a recuperarse bajo el efecto de una política macroeconómica de estabilización. Las autoridades brasileñas también optaron por dejar que los elevados tipos de interés contribuyeran a este proceso, aunque era probable que la repercusión en el pago de los intereses de la deuda interna y el déficit presupuestario ejercieran con el tiempo presiones compensatorias a la baja sobre el real. Hasta hoy, parece que se ha ganado la apuesta gracias a una notable mejora del superávit primario y a una evolución inesperadamente buena de la inflación.

El próximo reto para Brasil y para otros países que han dejado fluctuar recientemente su moneda consiste en encontrar alguna otra ancla nominal que guíe su política monetaria a largo plazo. Esto no será fácil, dada la falta de una historia antiinflacionista, la imprecisión de los datos sobre el crédito y los agregados monetarios y la ausencia de unos procedimientos fiables para predecir la inflación. Además, sin un marco transparente para gestionar la política monetaria, también será difícil la gestión de las presiones episódicas sobre el tipo de cambio, aunque menos que en un sistema basado en una fijación ajustable.

Recientemente, apenas ha habido debates sobre la política fiscal. Suele decirse que en Japón el estímulo fiscal desempeña (o al menos ha desempeñado) un papel útil para estimular la demanda agregada; en Europa continental, se considera deseable continuar con el ajuste presupuestario; en Estados Unidos, la situación presupuestaria ha mejorado extraordinariamente y no parece que sea necesario de momento endurecer la política fiscal, y en los mercados emergentes, parece que la austeridad fiscal es la respuesta correcta a corto plazo cuando el tipo de cambio sufre presiones. Aunque estas afirmaciones tienen un alto grado de validez, es necesario matizarlas en función de las circunstancias.

En Japón, donde las limitaciones del estímulo monetario parecen más claras, el aumento del ahorro de los consumidores ha aminorado los efectos de un gran número de medidas fiscales expansivas. Este crecimiento del ahorro probablemente se deba a una creciente incertidumbre sobre la seguridad de empleo, pero también a la falta de un buen sistema de pensiones y al temor a que tengan que subir los impuestos en el futuro para pagar los intereses de la creciente deuda. Estas últimas preocupaciones se han agravado debido a la escasa respuesta fiscal, que no ha sido capaz de restablecer la confianza del sector privado, y a los argumentos esgrimidos para justificar el enorme endurecimiento de la política fiscal en el año fiscal 1997. También preocupa la posibilidad de que suban los impuestos en el futuro, debido al creciente reconocimiento de que el gasto actual de inversión responde más a consideraciones políticas que al deseo de adelantar una inversión en infraestructura que sería necesaria de todas maneras. En

Europa, no puede ponerse en duda la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a medio plazo. Aun así, debe recordarse que una de las ventajas de tener una buena posición presupuestaria es el margen de maniobra que brinda para dejar que actúen los estabilizadores automáticos. No se puede excluir la posibilidad de que Europa se encuentre en una situación en la que el estímulo fiscal sea una vez más la respuesta correcta. Por último, los manuales de economía dirían que un endurecimiento de la política fiscal de Estados Unidos contribuiría a reducir el recalentamiento interno y el riesgo de una apreciación desordenada del dólar, seguida de una brusca depreciación. En tales circunstancias, por políticamente improbable que pudiera ser, tendría enorme importancia la adopción de medidas en otros países para elevar la demanda agregada. En los recientes episodios de convulsiones, el mundo se ha beneficiado considerablemente de la continua solidez de la economía de Estados Unidos. Sin embargo, las estrategias de salida deberían ser ahora la preocupación de todos los responsables prudentes de la política económica, incluidos los de Estados Unidos.

Tampoco está claro que la austeridad fiscal siempre sea útil cuando los tipos de cambio de las economías de mercado emergentes sufren presiones. En los países industriales con tipos de cambio fluctuantes y una elevada movilidad del capital, suele suponerse que los tipos de cambio se debilitan en los periodos de austeridad fiscal, ya que bajan los tipos de interés internos y sale capital. En los mercados emergentes, sin embargo, la austeridad fiscal puede reforzar el tipo de cambio y bajar los tipos de interés, al reducir la prima de riesgo de los créditos solicitados en el extranjero. Este argumento parece lógico en Brasil, Rusia y otros países en los que la situación presupuestaria suele ser delicada. No parece tan obvio que sea válido en el caso de países de Asia y otras regiones cuyo historial presupuestario es sólido. Sin embargo, sabiendo lo inconstantes que pueden ser los mercados en un periodo de crisis, podría estar justificado en un caso tal reducir el déficit inicialmente, pero invertir esta tendencia tan pronto como se restableciera la confianza. Aunque la cuestión del momento en que debe tomarse esta iniciativa sigue siendo controvertida, esto es en esencia lo que ha ocurrido recientemente en los países asiáticos afectados por la crisis.

Dada la existencia de un exceso de capacidad en todo el mundo y de un elevado o creciente desempleo en Europa, Japón y una gran parte de las economías emergentes, también es urgente introducir reformas por el lado de la oferta. Esto tal vez parezca paradójico, ya que esas reformas acabarán aumentando aún más el potencial productivo. Sin embargo, no debemos olvidar el principio fundamental de la economía clásica, a saber: que las variaciones de los precios relativos también pueden contribuir considerablemente a resolver los desequilibrios económicos. Incluso con una reestructuración adecuada de las empresas y los bancos (véase más adelante), el exceso actual de capacidad de muchos sectores industriales significa que la inversión en esas áreas será escasa en los próximos años, con los consiguientes efectos multiplicadores en el empleo y la renta. En estas circunstancias, es esencial eliminar las restricciones oficiales y otros obstáculos que reducen los beneficios y frenan la inversión en otros sectores, especialmente en los servicios. Aunque esta

recomendación se refiere sobre todo a los mercados emergentes, muchos países industriales también reconocen que deben actuar en este sentido. Las medidas adoptadas en los mercados de trabajo para aumentar las probabilidades de contratación de los desempleados actúan en el mismo sentido, especialmente porque los trabajadores gastan, y los que tienen confianza, aún más. Ésta es quizá una de las lecciones más claras que deben extraerse de la experiencia de Estados Unidos en los últimos años.

### Políticas en favor de la estabilidad financiera

Antes de pasar a ver cómo pueden evitarse los problemas financieros en el futuro, deben resolverse los problemas actuales. El exceso de capacidad industrial en muchos países y sectores sigue constituyendo una grave amenaza para la estabilidad financiera. Sin una reducción o reabsorción ordenada de este exceso de capacidad, las tasas de rendimiento del capital continuarán siendo decepcionantes, lo cual podría mermar durante mucho tiempo la confianza y el gasto de inversión. Por otra parte, la solvencia de las instituciones que financiaron esta expansión del capital será cada vez más discutible, lo que puede provocar un racionamiento del crédito y tener nefastas consecuencias para la economía en su conjunto. Este tipo de procesos se encuentra ya en una fase muy avanzada en el sudeste asiático, China y Japón. Desgraciadamente, estas economías también parecen las peor situadas en muchos aspectos para enfrentarse a ellos.

La preocupación por lo que pudieran hacer los rivales tradicionales impide el cierre de algunas plantas de producción en Asia. En todo caso, dados los elevados costos irrecuperables, muchas veces tiene sentido continuar produciendo con pérdidas mientras se cubran los costos variables. En este sentido, los bajos tipos de interés y la continua disponibilidad de financiación a través del sistema bancario (o del extranjero) pueden ser importantes incentivos para no llevar a cabo una reestructuración. Las declaraciones de quiebra y las ventas de activos a precios lo suficientemente bajos para generar beneficios a los nuevos propietarios son otra opción, aunque difícil en Asia ante la ausencia de una legislación adecuada sobre quiebras. Aun cuando se han realizado algunos progresos en diversos países, aún no está claro cómo se aplicarán las nuevas leyes en la práctica. Por último, la preocupación por los costos sociales y políticos de los despidos y su repercusión en la confianza, en ausencia de un sistema eficaz de protección social, constituyen otro importante obstáculo para la racionalización industrial en toda Asia. Aunque parezcan obvias las soluciones necesarias para resolver estos problemas, su aplicación será difícil y costosa para los accionistas y posiblemente para los gobiernos. Es revelador que la reestructuración de las empresas no esté más que comenzando en Japón, casi diez años después de evidenciarse la necesidad de llevarla a cabo. Si bien parece que está empezando en China y Corea, así como en algunos otros países, está por ver que se cumplan realmente las promesas realizadas.

Otro factor que ha retrasado la reestructuración de las empresas, no sólo en Asia, sino también en muchas otras partes del mundo, es la ya dudosa

solidez del sistema bancario. Tal vez sea necesario reconocer que son improductivos aún más préstamos concedidos a empresas, lo que agravaría este problema, pero esta solución carece de atractivo desde el punto de vista político. Una de las razones para contemporizar se halla en que, al erosionarse el capital de los accionistas tanto en las empresas como en el sector financiero, la carga tiende a recaer en el contribuyente. Aunque los depositantes podrían contribuir en principio, los gobiernos han garantizado implícitamente todos los depósitos en muchas economías de mercado emergentes, con el fin de evitar retiradas masivas de depósitos como las producidas en Argentina en 1995 y en Indonesia más recientemente. Como es probable que las pérdidas ocasionadas por los préstamos representen una considerable proporción del PIB, las economías de mercado emergentes sin un mercado de bonos del Estado perfectamente desarrollado podrían encontrarse con dificultades para hacer frente a sus necesidades de financiación, aun cuando eso también brinde la oportunidad de desarrollar su mercado de capitales. Por lo que se refiere a los países con un sistema financiero desarrollado, el peligro de que aumente considerablemente la deuda pública podría complicar la política macroeconómica al elevar los tipos de interés a largo plazo, como ha ocurrido recientemente en Japón.

De la manera en que se lleve a cabo la reestructuración del sistema bancario dependerá tanto su eficacia como el tiempo que dure. El principal objetivo debe ser restablecer la solvencia y la rentabilidad. Por lo que se refiere a los principios rectores, la reestructuración, para que sea eficaz, debe realizarse tan pronto como se reconozca el problema y debe ser tan amplia como sea necesario para impedir un racionamiento injustificado del crédito. También es esencial evitar las interferencias políticas y ser transparente sobre los procedimientos y el reparto de los costos. Por último, para evitar el problema del riesgo moral, los accionistas y la dirección de los bancos insolventes deben sufrir pérdidas, aunque dentro de ciertos límites si se trata de una crisis sistémica. Es lamentable que estos principios no siempre se hayan aplicado en algunos países con tanto entusiasmo como podría haberse hecho. Las deficiencias en este sentido tendrán costos a corto plazo si se retrasa la recuperación y a largo plazo si se pospone la reestructuración de las empresas y se acaban repitiendo los errores del pasado.

Aunque los problemas actuales de los sistemas financieros de las economías de mercado emergentes son principalmente de origen interno, los movimientos internacionales de capitales los exacerbaron claramente. Lo cierto es que incluso los movimientos pequeños desde el punto de vista de los mercados internacionales de capitales pueden producir unos efectos sumamente perturbadores en las economías pequeñas. Esto induce a pensar que tales países deberían dismantelar los controles de las entradas a corto plazo con mucha prudencia, sobre todo si existen dudas (y normalmente existirán) sobre la estabilidad intrínseca del sistema financiero nacional. También debe haber muchas menos dudas a la hora de utilizar instrumentos prudenciales basados en el mercado, como el coeficiente de reservas, para impedir que los bancos recurran excesivamente a los

préstamos a corto plazo en divisas. Este enfoque, junto con un sistema de tipos de cambio menos dirigidos, podría ser fundamental.

La experiencia reciente también sugiere que los países que desean aceptar esas entradas de capitales, por las razones que sean, deben realizar mayores esfuerzos para prepararse para la posibilidad de que se produzcan repentinas salidas. Una manera de hacerlo es acumular reservas de divisas incurriendo en superávit comerciales. El problema de este enfoque estriba en que sería un ejemplo de la falacia de la composición: ¿qué tipos de desequilibrios mundiales surgirían si todas las economías de mercado emergentes adoptaran esta estrategia? Una solución menos perturbadora podría ser la que ha adoptado Argentina recientemente, a saber: recurrir a los préstamos de reservas y organizar, en colaboración con el sector privado, líneas de crédito sujetas a restricciones. Dados los cambios de opinión de estos mercados, a las autoridades podría resultarles relativamente fácil y barato en algunas ocasiones conseguir préstamos en divisas a largo plazo para utilizarlos posteriormente. Por último, los países podrían hacer uso de las líneas de crédito contingentes anunciadas recientemente por el FMI, lo que, junto con acuerdos similares con el sector privado, constituiría un reconocimiento conjunto de la solidez del país en cuestión y podría contribuir notablemente a evitar los problemas de contagio.

Decir que las economías de mercado emergentes deben resolver sus propios problemas no significa negar que parte de la solución puede residir en aspectos del funcionamiento de los propios mercados internacionales de capitales. Los préstamos imprudentes se han debido tanto a la disminución de los rendimientos en las actividades internas tradicionales como a la creencia de que diversas formas de redes de seguridad protegerían a los acreedores si se materializaran realmente los riesgos. El primer problema se agravará probablemente a medida que aumente la competencia mundial en la provisión de servicios financieros y que la dirección de las entidades preste más atención al valor que tienen éstas para el accionariado. Aunque es posible que los bancos respondan fijando con más cuidado el precio del riesgo, también cabe que continúen participando en operaciones aún más arriesgadas.

El problema de las conductas imprudentes en la concesión de préstamos ante la existencia de una red de seguridad ha sido objeto recientemente de una serie de influencias de distinto signo. Por una parte, las pérdidas sufridas en Rusia y China han puesto de manifiesto las posibilidades de experimentar pérdidas en los mercados emergentes. En abril de 1999, parecía que esas experiencias influían en la conducta de los bancos, aun cuando los compradores de bonos de los mercados emergentes habían perdido cierto entusiasmo. Sin embargo, esta última tendencia probablemente cambiará si se adoptan las sugerencias recientes de que los titulares de bonos participen habitualmente en la reestructuración de la deuda externa de los países. Por otra parte, la lección que debe extraerse del caso de Long-Term Capital Management es que las autoridades supervisoras, así como los principales acreedores, consideraban que las instituciones financieras no bancarias son demasiado complejas para quebrar. Esto podría ser preocupante por el

mensaje que transmite a bancos y sociedades de valores mucho más grandes que realizan grandes operaciones por cuenta propia.

Los avances logrados en el campo de la tecnología y de la liberalización no sólo han alterado la conducta tradicional de los bancos, sino que también han fomentado la concesión de préstamos a través de los mercados de títulos y la utilización de esos mercados por parte de los propios bancos, lo cual también tiene implicaciones tanto para la estabilidad financiera como para la estabilidad económica. Tradicionalmente, en las recesiones cíclicas los bancos de muchos países han prestado a los clientes con los que tenían relaciones, lo que contribuye a contener el gasto y a atenuar la incidencia del propio ciclo. En cambio, los mercados tienden a cambiar de rumbo instantáneamente, dejando de conceder créditos a todo el mundo, salvo a los más solventes. De hecho, como los propios bancos se han vuelto más dependientes de esos mercados, bien para titularizar activos, bien para emitir deuda, también pueden haber perdido capacidad para desempeñar esta función estabilizadora. Dada también la experiencia del año pasado de que los márgenes de los créditos en los mercados financieros tienden a estar estrechamente correlacionados con el nivel de los tipos de interés, parece clara la posibilidad de que el crecimiento de los créditos y el gasto concomitante experimenten mayores oscilaciones cíclicas. El hecho de que la liquidez pueda evaporarse cuando se amplían los márgenes de los créditos implica, además, que en un sistema de mercado las fases de contracción pueden ser intrínsecamente más acusadas que las de expansión. Por último, al aumentar el número de créditos concedidos por multitud de inversionistas en mercados impersonales de los que es fácil salir, cada vez resulta más difícil organizar una concesión concertada de préstamos a los prestatarios soberanos faltos de liquidez. Siguiendo el ejemplo de los gobiernos, los bancos se preguntan por qué deben ser ellos los que saquen de apuros a otros.

Estos últimos acontecimientos tienen importantes implicaciones para los procedimientos internos de gestión del riesgo y para la política económica. Las instituciones financieras, incluidos los bancos, están expuestas a un creciente riesgo de mercado a través de varias vías. Además, el riesgo de mercado está más correlacionado con el riesgo crediticio de lo que se pensaba, ya que las posiciones suelen constituirse por la vía del endeudamiento, y el riesgo crediticio también está más correlacionado con el riesgo de liquidez de lo que antes se creía. Actualmente, es evidente, asimismo, que los modelos de riesgo también pueden proporcionar una falsa sensación de seguridad, puesto que pueden perder su poder de predicción en condiciones extremas. De hecho, su utilización mecánica puede contribuir realmente a las tormentas financieras. Aunque es necesario recurrir más a las simulaciones de crisis, debe prestarse mayor atención a la existencia de resultados no lineales y a los escenarios antes considerados tan improbables que no tenían importancia alguna.

Entre las implicaciones para la política económica hay algunas que van más allá de la mera verificación de la existencia de unos procedimientos internos adecuados para gestionar el riesgo. Si los mercados están cobrando relativamente más importancia en el sistema financiero y el clima de opinión puede cambiar muy deprisa, resulta igualmente importante vigilar de cerca los

mercados e identificar las concentraciones de riesgo. En algunos países, a los bancos centrales se les ha retirado la responsabilidad de la supervisión bancaria, pero se les ha confiado la de la estabilidad financiera global. Esta función debe definirse mejor en lo que se refiere al apoyo que debe prestarse al mercado. Está por ver si los bancos centrales despojados de la responsabilidad de la supervisión son capaces de obtener la información que necesitan, cuando la requieren, para hacer uso de sus poderes de apoyo a la liquidez en caso de emergencia de una manera prudente y eficaz en un mundo guiado por los mercados. En Europa continental, también es necesario prestar una gran atención a las complicaciones adicionales que plantea la existencia de un banco central supranacional con diversos supervisores nacionales.

Como se señaló en la introducción a este informe anual, en el año pasado se formularon numerosas recomendaciones concretas y prácticas sobre la manera de mejorar la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y del sistema financiero internacional. Estas sugerencias se basan constructivamente en iniciativas anteriores de los suplentes del Grupo de los Diez y en los trabajos de los diversos comités constituidos en Basilea, por lo que no es necesario repetirlas todas aquí. Recientemente, se han celebrado numerosas reuniones con dos importantes funciones: ampliar la variedad de participantes e identificar las áreas en las que existen acuerdos y discrepancias. Aunque sigue habiendo divergencias, actualmente existen suficientes áreas de acuerdo para que haya llegado el momento de pasar a la práctica. Ésta debe ser la principal tarea de la comunidad internacional en los próximos años, pero no resultará fácil.

Están recomendándose códigos internacionales de prácticas en numerosas áreas, que deben figurar en un buen lugar en la lista de asuntos a llevar a la práctica. Afortunadamente, la experiencia proporcionada por la aplicación del primero, los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, da una cierta idea de por dónde hay que avanzar. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, a través de su Grupo de Enlace y de los contactos con grupos regionales de supervisores, está desempeñando el papel de animador, y ha estado considerando la posibilidad de prestar más importancia a las presiones de sus colegas. El FMI vigilará el cumplimiento de las recomendaciones en el marco de consultas establecido en el Artículo IV, y ha propuesto un código de transparencia para todos los que participan activamente en la regulación financiera. Se presupone que una definición más clara del mandato, las competencias y la responsabilidad de los supervisores contribuirá a que desempeñen mejor su labor. El sector privado también puede ayudar, imponiendo la disciplina de mercado a los países con un sistema de supervisión laxo. La propuesta de los países del Grupo de los Siete de que el FMI publique su valoración del cumplimiento en cada país de las normas internacionales, debería ayudar a los mercados a efectuar mejores valoraciones. Por último, podría considerarse la posibilidad de negar el derecho de establecimiento en los grandes centros financieros a los bancos de los países cuyo sistema de supervisión se considere inadecuado. Es evidente que la utilización de sistemas de incentivos tan diferentes indica la convicción de que será cuando menos

difícil aplicar los principios de prácticas ejemplares. Por otra parte, existen enormes problemas de personal y de incentivos internos que podrían tardar años en resolverse. Todas estas consideraciones hacen que resulte fundamental el apoyo total de la comunidad internacional a los esfuerzos individuales realizados en este sentido.

Ante estos retos, la reciente creación del Foro de Estabilidad Financiera bajo la égida del Grupo de los Siete representa un importante paso adelante. El Foro reúne por primera vez a altos responsables de los tesoros y de los bancos centrales, responsables nacionales de la supervisión y representantes de instituciones financieras internacionales y comités internacionales que se ocupan de la estabilidad financiera. Sus esfuerzos deberían contribuir a evitar los costosos y a menudo irritantes solapamientos, así como a fijar las prioridades en la aplicación de las recomendaciones en un mundo en el que las necesidades son grandes, pero escasean los expertos. También es necesario identificar nuevas áreas de vulnerabilidad financiera y asegurarse de que se toman medidas para resolverlas. Por último, deben ejercerse presiones políticas en los foros internacionales de mayor nivel para conseguir que las normas inaceptables de conducta no queden ocultas mediante artificios contables, reglamentarios o de otro tipo. Sin embargo, para llevar a cabo eficazmente su misión, el Foro habrá de resolver los mismos problemas de composición que han acosado a grupos más tradicionales. ¿Cómo mantener una participación lo suficientemente reducida para que sea eficiente, pero al mismo tiempo lo suficientemente grande para incluir de manera apropiada tanto a las economías industriales como a las economías de mercado emergentes?

El funcionamiento de una economía de mercado puede presentar zonas de sombra, sobre todo cuando los mercados financieros están muy liberalizados y las expectativas son proclives a ciclos recurrentes de optimismo y pesimismo. Sin embargo, esto no debe impedirnos ver las abrumadoras ventajas del sistema y la ausencia de una alternativa razonable. La verdadera tarea que nos espera es mejorar el sistema que tenemos, antes de que las alternativas sugeridas comiencen a parecer más atractivas de lo que realmente son. Las medidas eficaces y oportunas que reducen la probabilidad de volver a una reglamentación mucho más rigurosa y a un control directo del Estado no pueden ir más que en la buena dirección.

## Actividades del Banco

Durante el año pasado, el Banco continuó desempeñando su papel tradicional de promotor de la cooperación monetaria internacional. Organizó y preparó múltiples reuniones entre los bancos centrales y en el seno de la comunidad financiera internacional sobre cuestiones esenciales que afectan a la política monetaria y la estabilidad financiera. Aunque la mayor parte de estas reuniones se celebraron en Basilea, un creciente número de ellas tuvo lugar en otros lugares, incluida la Oficina de Representación del BPI para Asia y el Pacífico, recién establecida.

El Banco también continuó actuando en calidad de contraparte de los bancos centrales en sus operaciones financieras, así como de agente y fideicomisario en toda una variedad de transacciones financieras. En el curso del año, comenzó a ofrecer servicios de gestión de activos, así como un *Medium-Term Instrument* destinado a brindar a los bancos centrales la oportunidad de realizar inversiones de mayor vencimiento y liquidez. En el marco del programa internacional de ayuda a Brasil, el Banco también coordinó una línea de crédito en favor del Banco Central do Brasil.

En el presente capítulo, se revisan las principales actividades realizadas por el Banco en éstas y otras áreas durante el pasado ejercicio financiero. Los informes mencionados a continuación, así como los documentos de trabajo y otras publicaciones económicas del BPI, pueden consultarse en la página de Internet del BPI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) u obtenerse en copia impresa previa solicitud.

### 1. Cooperación monetaria y financiera internacional

La principal contribución del Banco al fomento de la cooperación monetaria y financiera internacional consistió en organizar y preparar reuniones periódicas de altos responsables de los bancos centrales y de otras autoridades sobre cuestiones esenciales de la política financiera. Estas reuniones, todas ellas apoyadas por las distintas secretarías del BPI, se dividen en cuatro categorías: consultas periódicas entre los gobernadores y los altos responsables de los bancos centrales acerca de cuestiones coyunturales y monetarias y sobre temas que afectan a la estabilidad financiera; reuniones de comités permanentes de expertos que formulan normas o recomiendan las mejores prácticas para fomentar la estabilidad financiera; reuniones en las que participan autoridades nacionales e instituciones internacionales y que tratan principalmente de cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera, y reuniones sobre aspectos técnicos de las actividades de los bancos centrales.

## *Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras*

Las consultas entre gobernadores en el BPI tienen lugar principalmente en tres foros: las reuniones tradicionales de los gobernadores de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez; las reuniones más generales de los gobernadores de todos los bancos centrales que son accionistas del BPI (a las cuales se invita a veces a representantes de importantes bancos centrales que no son accionistas), y un nuevo grupo que reúne a un reducido número de gobernadores de los principales países industriales y mercados emergentes. Las reuniones periódicas de los gobernadores del Grupo de los Diez permiten celebrar consultas sobre la coyuntura económica y financiera. Tres han sido los temas predominantes en las reuniones celebradas durante el último año: la contención de los riesgos para la economía mundial de las crisis de Asia y otras regiones; la introducción del euro, y el reto que plantea la gestión de la política en unos mercados financieros inestables con indicios de que los precios de los activos están sobrevalorados.

Las cuestiones monetarias y financieras que probablemente continuarán teniendo interés e importancia a medio plazo constituyen los principales temas de discusión en las reuniones periódicas de los gobernadores de todos los bancos centrales que son accionistas del BPI. Durante el ejercicio examinado, los gobernadores han analizado, entre otros temas, las implicaciones monetarias, financieras y cambiarias de la UEM, la participación de los bancos centrales en la vigilancia y la supervisión de las instituciones financieras, el papel de las agencias de calificación en el funcionamiento de los mercados financieros y el diseño y operación de redes de seguridad financieras. Los gobernadores han analizado asimismo la gestión de la política monetaria en diferentes sistemas de tipos de cambio, así como los retos a los que se enfrentan los bancos centrales de los países asiáticos y latinoamericanos tras las crisis recientes. Por último, los gobernadores también han contribuido al más alto nivel al *Código de buenas prácticas sobre transparencia en política monetaria y financiera*, que elabora el FMI en consulta con el BPI, sus bancos centrales miembros y representantes de los comités permanentes sobre cuestiones de estabilidad financiera.

Desde principios de 1999, el Banco también ha albergado las reuniones periódicas de los gobernadores de los bancos centrales de las principales economías industriales y emergentes. La repercusión mundial de la crisis financiera iniciada en las economías de mercado emergentes hace unos dos años ha puesto de manifiesto la necesidad de ampliar las consultas sobre los riesgos que entraña para la estabilidad. En estas reuniones se analizaron, entre otras cuestiones, el ajuste de la cuenta corriente y de los tipos de cambio tras las crisis financieras asiáticas, el ritmo de reestructuración bancaria en los mercados emergentes y los riesgos y retos que plantea la inflación de los precios de los activos en presencia de presiones deflacionistas en los mercados de bienes. Fiel a su orientación mundial, el Banco organizó igualmente varias reuniones regionales de altos representantes de los bancos centrales. Así, el Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina se reunió en el Banco Central do Brasil en noviembre de 1998, y el Grupo de Trabajo sobre

Política Monetaria en Asia se reunió en la Oficina de Representación del BPI en Hong Kong RAE en marzo de 1999. La reunión anual de los subgobernadores de los bancos centrales de las principales economías de mercado emergentes se celebró en Basilea en diciembre de 1998, y en ella se analizaron las técnicas de reestructuración de los bancos.

Aparte de las reuniones mencionadas, el Banco continuó organizando consultas periódicas entre altos responsables de los bancos centrales sobre muy diversos temas. El Comité sobre el Oro y las Divisas sigue la evolución de los mercados de divisas, prestando el año pasado especial atención a la introducción del euro y al funcionamiento ordenado de los mercados en los periodos de tensiones como los del año examinado.

### *Reuniones de comités permanentes sobre cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera*

El Banco continuó realizando las labores de secretaría de algunos comités permanentes que trabajan en pro de la estabilidad financiera. Dos de ellos, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Comité sobre el Sistema Financiero Global (denominado anteriormente Comité Permanente de Eurodivisas), se ocupan, respectivamente, de las cuestiones relacionadas con el funcionamiento seguro del sector bancario y los mercados involucrados en el sistema financiero internacional. El tercero, el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL), se ocupa de la infraestructura que relaciona a las instituciones y permite el funcionamiento ordenado de los mercados. Estos comités aseguran un seguimiento exhaustivo y coherente de los acontecimientos, cubriendo los aspectos importantes de los tres grandes pilares del sistema financiero internacional: los participantes institucionales, los mercados y la infraestructura. Los tres comités, junto con el BPI, están representados en el Foro sobre la Estabilidad Financiera, creado recientemente a iniciativa de los ministros y gobernadores de los países del Grupo de los Siete.

#### *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha realizado notables avances en algunas áreas fundamentales para mejorar la estabilidad financiera. El año pasado, se ocupó principalmente del Acuerdo de Basilea sobre Recursos Propios. El Comité, que ha examinado de manera exhaustiva el acuerdo, actualmente está terminando un documento, que será sometido a consultas, en el que expone sus puntos de vista sobre las enmiendas que deberán introducirse en el acuerdo para tener en cuenta la evolución experimentada por los mercados financieros en los 11 años transcurridos desde que se publicó. Los objetivos de la revisión son los siguientes: 1) continuar fomentando la seguridad y la solidez del sistema financiero; 2) aumentar la equidad de las condiciones de competencia; 3) elaborar un enfoque más exhaustivo para tratar los riesgos, y 4) continuar centrando la atención en los bancos internacionales, si bien los principios subyacentes del acuerdo revisado deberían ser aplicables a todos los bancos, cualquiera que sea su grado de complejidad y sofisticación. El acuerdo revisado pondrá especial énfasis en la

disciplina del mercado y el proceso de supervisión, que son los complementos indispensables de las exigencias mínimas de capital.

Consciente de que para revisar a fondo el acuerdo probablemente se necesitarán varios años, el Comité pretende desarrollar dos enfoques paralelos de las exigencias cuantitativas de recursos propios: un enfoque normalizado revisado, que pretende resolver algunas deficiencias fundamentales del presente acuerdo, y otro enfoque basado en los sistemas internos de calificación de los bancos, que se pondría a disposición de los que tienen sofisticados sistemas de calificación del riesgo crediticio. El Comité también continuará explorando la posibilidad de utilizar en el futuro modelos de riesgo crediticio con fines reglamentarios.

En los dos últimos informes anuales del BPI, se explicaba el creciente papel que desempeña el Comité de Basilea más allá de los países del Grupo de los Diez. El Comité ha continuado trabajando en estrecha colaboración con supervisores de países no pertenecientes a este grupo, con el FMI y con el Banco Mundial para reforzar los sistemas financieros de las economías de mercado emergentes, principalmente fomentando la aplicación de los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, cuya elaboración concluyó en septiembre de 1997. Una encuesta sobre la situación en la que se encuentra la aplicación de estos principios, llevada a cabo en el marco de los trabajos preparatorios de la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios de 1998 (véase más adelante), puso de manifiesto una serie de aspectos en los que es necesario mejorar los principios. Éstos están siendo abordados por el Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos del Comité de Basilea, compuesto por unos 20 miembros de países del Grupo de los Diez y de economías de mercado emergentes, así como por representantes del FMI y del Banco Mundial. Para ayudar a fomentar y vigilar la aplicación de los principios, el Grupo de Enlace está elaborando actualmente una metodología complementaria, destinada a establecer detallados criterios para evaluar la aplicación en los diversos países.

Desde el informe anual del año pasado, el Comité ha publicado numerosos documentos de política general que abarcan una amplia variedad de temas, entre los cuales se encuentran la transparencia bancaria (septiembre de 1998), los sistemas internos de control de los bancos (septiembre de 1998), la contabilización de los préstamos (octubre de 1998), la gestión del riesgo operativo (octubre de 1998), la publicación de las actividades bursátiles y relacionadas con derivados (noviembre de 1998), los planes de contingencia para el año 2000 (enero de 1999), las interacciones de los bancos con instituciones muy apalancadas (enero de 1999), la supervisión de los conglomerados financieros (febrero de 1999) y los modelos del riesgo crediticio (abril de 1999). La mayoría de estos documentos contienen orientaciones para los bancos y los supervisores bancarios sobre prácticas prudentes. En enero de 1999, se publicó una versión actualizada del exhaustivo Compendio de documentos del Comité de Basilea sobre prácticas y métodos de supervisión.

El Comité de Basilea ha continuado estableciendo relaciones con y entre supervisores de todas las partes del mundo. Patrocinó la 10ª Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, que se celebró el pasado octubre

en Sidney por invitación del Reserve Bank of Australia y de la Australian Prudential Regulation Authority. Los dos principales temas fueron la aplicación de los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz y el riesgo operativo. También hubo un debate sobre cuestiones relacionadas con el año 2000. Asistieron a la conferencia alrededor de 250 delegados de 120 países. El Comité también continúa trabajando en estrecha colaboración con los grupos regionales de supervisores bancarios de todo el mundo.

#### *Comité sobre el Sistema Financiero Global*

Desde la primavera del año pasado, los trabajos del Comité sobre el Sistema Financiero Global han seguido dos líneas paralelas: la supervisión y el análisis de la evolución de los mercados financieros internacionales y el examen de cuestiones estructurales relacionadas con la estabilidad financiera y las posibles respuestas de las autoridades.

Tras la crisis asiática, el Comité siguió de cerca la evolución de la situación y analizó las lecciones que debían extraerse con respecto a: 1) las posibles mejoras de la transparencia; 2) la conducta de los movimientos internacionales de capitales; 3) la eficacia de las operaciones internacionales de ayuda, y 4) la gestión de la exposición al riesgo-país de los bancos internacionales. Estos trabajos constituyeron el punto de partida de dos informes, uno para los gobernadores de los países del Grupo de los Diez (en mayo de 1998) y otro (terminado en octubre de 1998) sobre la utilización de información en las decisiones de los bancos que prestan a las economías de mercado emergentes. El Comité reforzó, además, su seguimiento periódico de la evolución del sistema financiero mundial y de los diferentes países, con el fin de identificar las posibles vulnerabilidades.

En el marco de sus trabajos a largo plazo para fomentar la estabilidad financiera, el Comité, junto con los demás grupos que se reúnen en Basilea, informó a los gobernadores de los países del Grupo de los Diez en julio de 1998 sobre la conveniencia y la viabilidad de elaborar normas o criterios internacionales en algunas áreas. Muchos de los esfuerzos realizados por el Comité durante el periodo examinado influyen en dos áreas: el fomento de unos mercados profundos y líquidos y el aumento de la transparencia.

Por lo que se refiere al primer aspecto, el Comité realizó tres informes. En el primero, elaborado por un grupo de trabajo conjunto con el CSPL, revisó los procedimientos de liquidación y las prácticas de gestión del riesgo en los mercados de derivados OTC y expuso algunas nuevas medidas que podrían tomarse para reducir el riesgo (septiembre de 1998). En el segundo informe examinó la estructura y el funcionamiento de los mercados de recompra de varios países industriales y de la zona del euro, analizó sus posibles implicaciones sistémicas y esbozó las condiciones necesarias para un desarrollo armonioso de estos mercados (marzo de 1999). En el tercer estudio abordó los determinantes de la liquidez del mercado desde un punto de vista teórico y empírico, revisó las características de los mercados desarrollados de títulos del Estado y extrajo algunas conclusiones preliminares sobre las condiciones necesarias para garantizar la liquidez en los mercados (abril de 1999).

Los trabajos terminados o en marcha sobre la transparencia abarcan tres grandes temas: el seguimiento de las mejoras introducidas en las estadísticas internacionales del BPI sobre las actividades bancarias y los derivados; el fomento de la difusión de la información sobre las posiciones de reservas oficiales, y el aumento de la transparencia en las actividades financieras de los operadores más en general.

Desde la crisis asiática, el Comité ha adoptado, en estrecha colaboración con expertos estadísticos del BPI y de los bancos centrales miembros, varias medidas para mejorar la calidad y la cobertura de las estadísticas bancarias internacionales consolidadas del BPI y para acelerar su publicación. En marzo de 1999, el BPI, el FMI, el Banco Mundial y la OCDE publicaron conjuntamente por primera vez una serie de indicadores del endeudamiento externo de los países, calculados a partir de las declaraciones de los acreedores. En diciembre de 1998, el BPI publicó la primera serie de un nuevo conjunto semestral de estadísticas periódicas sobre los mercados de derivados que se había propuesto en un informe del Comité publicado en 1996.

Para resolver las deficiencias de la información existente sobre las actividades contables y extracontables de los bancos centrales y otras entidades del sector público, en octubre de 1998 el Comité publicó un modelo para la divulgación exhaustiva de datos acerca de las reservas oficiales de divisas y las posibles salidas de capitales relacionadas con ellas. Tras algunos refinamientos y en coordinación con el FMI, este modelo pasó a formar parte en marzo de 1999 de la Norma Especial sobre Difusión de Datos del FMI.

Tres grupos de trabajo, dos de ellos con representantes de las economías emergentes, están investigando otras formas de aumentar la transparencia en las actividades de los participantes en los mercados financieros. Uno de ellos se ocupa de las prácticas de difusión de las instituciones financieras, basándose en un informe previo publicado por el Comité en 1994. El segundo está tratando de ver qué tipo de información agregada contribuiría a mejorar el funcionamiento de los mercados. Estos esfuerzos constituyen un complemento natural de las iniciativas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en áreas afines, incluido su informe reciente sobre las interacciones de los bancos con instituciones muy apalancadas. El tercer grupo de trabajo está estudiando las metodologías de simulación de crisis aplicadas por los grandes bancos internacionales.

En febrero de 1999, los gobernadores de los países del Grupo de los Diez cambiaron el nombre del comité y actualizaron su mandato, para tener en cuenta los cambios ocurridos en los últimos años. El nuevo mandato subraya el papel que desempeñará el Comité en el seguimiento de la evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías nacionales, pone el acento en el fomento de la estabilidad de los mercados financieros y pide un examen detenido de la relación entre la estabilidad monetaria y la financiera.

#### *Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación*

El Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación continuó esforzándose en fomentar los sistemas sólidos de pago y liquidación, para reforzar así la infraestructura de los mercados financieros y reducir el riesgo sistémico. De igual

modo, intensificó su colaboración con otros grupos internacionales y está asociando a sus trabajos a un creciente grupo de bancos centrales de países que no pertenecen al Grupo de los Diez.

Tras la publicación de su informe sobre el riesgo de liquidación en divisas en julio de 1998, el Comité siguió evaluando y fomentando los esfuerzos realizados por el sector privado en este sentido. El CSPL mantiene un diálogo permanente con diversos grupos del sector privado dedicados a la elaboración y la mejora de sistemas para reducir el riesgo de liquidación en divisas. También está colaborando estrechamente con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la formulación de líneas directrices para los supervisores en esta área.

El CSPL, en colaboración con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), continúa fomentando la transparencia de los dispositivos de liquidación de valores por medio de la aplicación del sistema expuesto en el documento titulado *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*, que se publicó en febrero de 1997. Un gran número de sistemas de este tipo en todo el mundo facilita actualmente información sobre sus estructuras de propiedad, sus funciones de custodia, compensación y liquidación y sus procedimientos de gestión del riesgo.

Un grupo de trabajo conjunto del CSPL y la OICV que se ocupa de los préstamos de títulos está a punto de acabar un informe en el que se analizan las implicaciones de las operaciones de este tipo o de naturaleza parecida para los supervisores de las sociedades de inversión y para los bancos centrales y, en particular, la repercusión de estas transacciones en los sistemas de compensación y liquidación de títulos. El grupo está constituido por representantes de bancos centrales y supervisores de empresas de inversión tanto de los países del Grupo de los Diez como de economías emergentes. Su informe examinará probablemente los procedimientos que emplean los operadores, la influencia del entorno económico jurídico y normativo en los préstamos de títulos y los riesgos que pueden surgir en el curso de la liquidación de estas transacciones.

El grupo de trabajo del Comité sobre pagos de pequeña cuantía está analizando las tendencias de la utilización de instrumentos de pago de pequeña cuantía y de los correspondientes sistemas de compensación y liquidación. Se espera que, si se comprende mejor el sector de pagos de pequeña cuantía, será posible para los bancos centrales evaluar correctamente los retos planteados por las innovaciones introducidas en esta área. Por lo que respecta al dinero electrónico, el Comité, a través de su Secretaría en el BPI, ha seguido observando atentamente la evolución mundial de los productos basados en tarjetas y redes.

El CSPL ha continuado reforzando su cooperación con los bancos centrales de países no pertenecientes al Grupo de los Diez. Son varios los bancos centrales y los grupos regionales de bancos centrales que están elaborando, con la ayuda de la Secretaría del CSPL, publicaciones en las que se describe el sistema de pagos de su país o área geográfica. El Comité también ha dado su apoyo a un creciente número de reuniones de trabajo y seminarios sobre el sistema de pagos, organizados por el BPI en colaboración con grupos regionales de bancos centrales.

La cooperación con otras organizaciones ha adoptado varias formas. El CSPL es uno de los cuatro miembros natos del Consejo Conjunto del Año 2000, cuyo objetivo es reducir los riesgos relacionados con el problema del año 2000 (véase más adelante). La cooperación con los bancos centrales de países que no pertenecen al Grupo de los Diez y con otras organizaciones internacionales se manifiesta sobre todo en los intentos de definir unos “Principios Básicos” para la elaboración y la aplicación de sistemas de pago. Estos principios están siendo elaborados por un grupo de trabajo formado por los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez y un número igual de bancos centrales de países no pertenecientes a este grupo, así como el Banco Central Europeo (BCE), el FMI y el Banco Mundial. Estos principios ayudarán a los bancos centrales, a los administradores de sistemas y a las organizaciones internacionales a mejorar la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pago y a reforzar así la infraestructura de los mercados financieros mundiales.

### *Cooperación internacional más amplia*

#### *Aportaciones del BPI a las tareas del Grupo de los Diez*

Al igual que en el pasado, el BPI contribuyó a las tareas de los ministros de Hacienda y los gobernadores y subgobernadores de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez y de los grupos de trabajo constituidos bajo sus auspicios. Durante el periodo examinado, el Grupo de los Diez centró su atención en las mejoras de la prevención y la gestión de las crisis. Los ministros y los gobernadores subrayaron la importancia de la participación oportuna y sustancial del sector privado en la resolución de las crisis financieras internacionales. El aumento que han experimentado las entradas de capital privado en los mercados emergentes en los últimos diez años, el creciente peso de la deuda titularizada en la composición de las carteras y el riesgo moral relacionado con la financiación oficial, hacen que no sea ni deseable ni viable resolver las crisis financieras internacionales sin la participación del sector privado. Están examinándose varios métodos para conseguir esta participación; entre ellos figuran la mejora de las relaciones entre los acreedores y los deudores, una utilización mayor de las líneas de crédito contingentes y la introducción de cláusulas de actuación colectiva en los contratos de bonos.

#### *Aportaciones del BPI a las tareas sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional*

El BPI, junto con otras instituciones y organizaciones financieras internacionales, ha contribuido activamente a los trabajos sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. Durante el periodo examinado, una importante parte de estos trabajos consistió en la redacción de tres informes sobre la arquitectura financiera internacional por grupos de trabajo formados por representantes de los bancos centrales y los ministros de Hacienda de países industriales y de economías de mercado emergentes.

El Grupo de Trabajo sobre Transparencia y Responsabilidad (*Accountability*) examinó la forma en que pueden contribuir éstas a mejorar los resultados económicos, así como el tipo de información necesaria para conseguir esta mejora. El Grupo de Trabajo sobre Reforzamiento de los Sistemas Financieros trató de conseguir el consenso sobre los principios y las medidas que fomentan la estabilidad y la eficiencia del sistema financiero, y expuso varias opciones para aumentar la cooperación y la coordinación entre los organismos nacionales e internacionales que se ocupan de la estabilidad financiera. El Grupo de Trabajo sobre Crisis Financieras Internacionales esbozó algunos principios y examinó diversas medidas que podrían ayudar a prevenir las crisis financieras internacionales y facilitar la resolución ordenada y concertada de las que puedan estallar en el futuro. Las recomendaciones de los grupos de trabajo fueron refrendadas por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de 26 países durante las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial celebradas en 1998.

Desde la publicación de los informes de los grupos de trabajo, ha continuado el diálogo sobre el reforzamiento de la arquitectura financiera internacional. A instancias del Grupo de los Siete, se reunieron altos responsables de 33 países en Bonn y Washington para analizar diversos temas, que iban desde el mantenimiento de unos sistemas de tipos de cambio viables hasta algunas propuestas para reforzar el FMI y el Banco Mundial y medidas para reducir a un mínimo la repercusión social de las crisis. Se ha establecido, además, un Foro sobre la Estabilidad Financiera para mejorar la cooperación internacional en lo que se refiere a la adopción de medidas para reforzar los sistemas financieros. El foro evaluará algunas cuestiones y vulnerabilidades que afectan al sistema financiero mundial e identificará y supervisará las medidas necesarias para resolverlas. El BPI y otras instituciones y organizaciones financieras internacionales participan en las reuniones del foro y aportan conjuntamente los recursos de secretaría necesarios para llevarlas a cabo.

#### *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros*

El BPI ha albergado la Secretaría de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) desde que se estableció, en enero de 1998. La IAIS, similar al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea pero en el campo de los seguros, tiene por objeto contribuir a la estabilidad financiera mundial mejorando la supervisión del sector de los seguros mediante la elaboración de normas prácticas, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros.

En 1998, la IAIS complementó los documentos existentes —IAIS Core Principles, Insurance Concordat, Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies y el modelo Memorandum of Understanding— con unas normas internacionales sobre la autorización de compañías de seguros, las inspecciones in situ y la utilización de derivados. En febrero de 1999, difundió documentos de política general sobre los planes de contingencia para el año 2000 y la supervisión de conglomerados financieros, en colaboración con otros organismos reguladores internacionales. La IAIS está formulando actualmente principios y normas en las áreas siguientes:

solvencia, inversiones, contabilidad, comercio electrónico y código de conducta para las operaciones de mercado (seguro y reaseguro). También está ampliando su Insurance Concordat para cubrir no sólo los establecimientos de dimensión internacional, sino también los servicios transfronterizos de compañías de seguros que operan a escala internacional.

La IAIS organizó varios programas de formación y facilitó documentos a los supervisores de seguros, con el fin de ayudar a los miembros a cumplir sus principios y normas de supervisión. El año pasado, organizó diversos seminarios regionales de formación para supervisores de seguros en Polonia (marzo de 1998), Sudáfrica (julio de 1998) y Singapur (febrero de 1999).

La IAIS participa activamente en el Foro sobre la Estabilidad Financiera, recién establecido, para fomentar la coordinación con otros órganos financieros internacionales y las instituciones nacionales de reglamentación financiera.

### *Consejo Conjunto del Año 2000*

Los riesgos que puede entrañar el cambio de siglo para los sistemas informáticos han sido un importante motivo de preocupación para las autoridades de todo el mundo. Desde que se estableció en abril de 1998, el Consejo Conjunto del Año 2000, en colaboración con sus comités patrocinadores (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, CSPL, IAIS y OICV), ha tomado una serie de iniciativas para animar a las autoridades de los mercados financieros a resolver este problema. Un objetivo importante es mejorar la coordinación en el seno de la comunidad mundial de autoridades de reglamentación, así como entre el sector público y el privado en cuestiones importantes relacionadas con el año 2000. Estas actividades han contado con el apoyo de la Secretaría del Consejo, de la que se ha encargado el BPI.

El Consejo se ha reunido periódicamente para analizar y elaborar algunas orientaciones generales en diversas áreas. También se ha reunido periódicamente con su Comité Consultor Externo, que agrupa a un elevado número de organizaciones internacionales representativas del sector privado y el sector público, con el fin de informarse sobre lo que está ocurriendo y sobre las preocupaciones que van surgiendo. El Consejo organizó una serie de reuniones regionales con la colaboración y la ayuda de sus instituciones miembros, las cuales se celebraron en Asia, Europa, América, Oriente Medio y África a finales de 1998 y principios de 1999, y a las que acudieron alrededor de 400 responsables de la regulación de 100 países. También organizó, en colaboración con el sector privado, una reunión de alto nivel entre responsables de la regulación y altos ejecutivos de empresas que operan en los mercados financieros internacionales, para evaluar los progresos de los programas de solución del problema y analizar posibles estrategias para reducir los riesgos.

Los documentos de política general publicados por el Consejo abarcan diversas cuestiones, entre las que se encuentran la magnitud y la incidencia del problema del año 2000, la importancia de los programas de pruebas internas y externas, las ventajas de una mejora de la divulgación y el intercambio de información y los planes de contingencia. La Secretaría del Consejo también elabora un boletín periódico, que revisa temas específicos y describe

las iniciativas tomadas en las distintas regiones. Las publicaciones del Consejo se envían a más de 1.000 responsables de la reglamentación de 170 países.

El Consejo tiene previsto continuar sirviendo de plataforma para el intercambio de información entre las autoridades financieras de todo el mundo y ayudando a formular recomendaciones. Cada vez preocupa más la posibilidad de que, en los últimos meses antes del año 2000, el riesgo de que se produzcan perturbaciones relacionadas con el año 2000 contribuya a la incertidumbre y a la volatilidad de los mercados financieros. El Consejo, en colaboración con sus comités patrocinadores y otros importantes comités radicados en Basilea, pretende seguir de cerca esta cuestión y examinar, eventualmente con representantes del sector privado, posibles medidas que reduzcan el riesgo, procedimientos de gestión de los incidentes y estrategias de información al público.

### *Otros tipos de cooperación con los bancos centrales*

#### *Servicio de Coordinación para Bancos Centrales y Organizaciones Internacionales*

La cooperación entre el BPI, los comités que alberga y los diversos grupos regionales de bancos centrales aumentó durante el periodo examinado. Los grupos regionales, en especial el CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council) y SADC (Southern African Development Community), ayudaron al BPI y a los comités radicados en Basilea a difundir las normas y prácticas ejemplares entre los bancos centrales de sus regiones. El BPI y los comités radicados en Basilea realizaron un creciente número de seminarios, en colaboración con grupos regionales, en las áreas de la supervisión bancaria, los sistemas de pago y liquidación y la estabilidad monetaria y financiera.

El *Joint Vienna Institute* continuó resolviendo las necesidades de formación de los países en transición. Más de 10.000 personas, principalmente del sector público, han asistido a los cursos y seminarios del Instituto desde su creación a finales de 1992. El mandato de este instituto fue renovado por las cinco organizaciones financieras internacionales patrocinadoras (BPI, BERD, BIRF, FMI y OCDE) —a las que se sumó en enero de 1999 la Organización Mundial de Comercio— por otros cinco años, hasta mediados del 2004. Los seminarios organizados por el BPI, con la ayuda de los bancos centrales y otras instituciones, trataron de la supervisión bancaria, los sistemas de pago y liquidación, la estabilidad monetaria y financiera, cuestiones jurídicas y la gestión de las reservas.

#### *Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos*

El Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos siguió centrando su atención en los problemas que plantea el año 2000, en la UEM y en las medidas para ampliar el alcance del intercambio electrónico seguro de información entre los bancos centrales para la

transmisión de datos y documentos y la creación de la infraestructura necesaria para las teleconferencias y el trabajo en grupo. Se llevó a cabo con éxito un proyecto piloto con un pequeño número de bancos centrales, el cual brindó la oportunidad de analizar importantes cuestiones organizativas y tecnológicas que podrían llevar al BPI a prestar nuevos servicios de información a los bancos centrales. Se organizó asimismo un seminario especial de coordinación técnica para examinar los detalles e intercambiar puntos de vista sobre muy diversas cuestiones: el año 2000 y los correspondientes cambios de los sistemas y formatos de intercambio de datos entre los participantes en el banco de datos del BPI; los problemas de cobertura estadística relacionados con la creación del euro, y las alternativas derivadas del proyecto piloto. Los bancos centrales animaron al BPI a dar los pasos necesarios para lanzar unos servicios más amplios de información electrónica y crear una plataforma de producción segura y confiable, con el fin de alcanzar este objetivo en un breve plazo.

#### *Grupo de Expertos en Informática*

Durante el periodo examinado, las discusiones del Grupo de Expertos en Informática giraron en torno a los preparativos de los departamentos informáticos de los bancos centrales para la llegada del euro y para el año 2000. Tras introducirse con éxito el euro, se han puesto en marcha vastos programas para garantizar que los sistemas informáticos utilizados para los pagos, las liquidaciones y otras funciones superen rápidamente exhaustivas pruebas internas y externas que certifiquen su funcionamiento después del año 2000.

Los bancos centrales están utilizando cada vez más las tecnologías basadas en Internet para difundir considerables cantidades de información a muy diversas audiencias: información dentro de los propios bancos, intercambio de datos económicos y estadísticos con universidades e instituciones de investigación e intercambio de información entre ellos mismos y el público en general a través de páginas de Internet. El Grupo examinó los medios para facilitar el acceso de los bancos centrales a las tecnologías de Internet y las medidas necesarias para hacer frente a los riesgos que plantea la conexión de los sistemas informáticos internos a dicha red, sobre todo en lo que se refiere a la confidencialidad de los datos y la disponibilidad de sistemas. En este sentido, el Grupo también examinó los avances tecnológicos recientes, como las redes privadas virtuales, las firmas digitales y la criptografía basada en claves públicas.

#### *Oficina de Representación para Asia y el Pacífico*

En julio del año pasado, el Banco creó su primer establecimiento fuera de Suiza, consistente en una Oficina de Representación para Asia y el Pacífico en Hong Kong RAE. La Oficina aspira a mejorar el intercambio de información y la cooperación entre los bancos centrales y las autoridades monetarias de la región, así como con los bancos centrales del resto del mundo. También está implicando más a los bancos centrales de la región en las actividades del Banco.

En el terreno bancario, la Oficina ha servido para promocionar las relaciones del Banco con estos bancos centrales; por otra parte, contribuye también a las investigaciones y los análisis del Banco de la evolución financiera y económica de la región del Pacífico asiático.

Desde su creación, ha organizado reuniones de responsables de los bancos centrales de la región y de otras áreas geográficas. En una reunión de gestores de reservas, a la que también asistió el BCE, se analizaron los preparativos y las perspectivas del euro. En enero, se celebró una reunión especial de gobernadores en la que se intercambiaron puntos de vista sobre la reestructuración de los bancos, basándose en la experiencia de Europa y América. Y en una reunión de gestores de mercados de divisas de la región con sus colegas de Europa occidental y central, África y Norteamérica, se analizaron las estrategias cambiarias seguidas por instituciones financieras muy apalancadas.

### *Instituto para la Estabilidad Financiera*

En el informe anual del año pasado se anunció que el BPI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, conscientes de la necesidad de reforzar los sistemas financieros de todo el mundo, habían decidido crear el Instituto para la Estabilidad Financiera. Su primer presidente, John Heimann, tomó posesión el 1 de febrero de 1999. El instituto se ocupará primero del reforzamiento de las instituciones y los sistemas financieros, comenzando por la banca, y ampliará poco a poco su campo de acción a las sociedades de inversión y a las compañías de seguros, ya que las distinciones entre estos tres sectores son cada vez menos claras. Pretende celebrar seminarios en los que los responsables de la supervisión de los mercados emergentes entren en contacto con sus colegas de los grandes países industriales y con expertos del sector financiero, con el objetivo de poner en marcha mejores estructuras financieras aplicando los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz. El instituto colabora estrechamente con el Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision, patrocinado por el Banco Mundial y el gobierno canadiense. A partir de junio, se organizarán en Basilea y en Toronto seminarios conjuntos en el campo más amplio del reforzamiento de las capacidades de supervisión, así como otros seminarios sobre aspectos tales como el riesgo de mercado y la gestión del riesgo.

Está previsto un amplio programa de formación para supervisores de nivel medio, con seminarios organizados en Basilea y en cada una de las principales regiones del mundo. También se prevé la colaboración con el Banco Mundial, el FMI y los bancos centrales.

## 2. Funciones de agente y fideicomisario

Durante el pasado ejercicio financiero, el Banco continuó desempeñando sus funciones de agente y fideicomisario en el terreno de los pagos financieros internacionales.

### *Agente del sistema privado de pago y compensación del ecu*

Tras la introducción del euro el 1 de enero de 1999, el sistema privado de pago y compensación del ecu fue sustituido por el nuevo sistema de compensación del euro de la Asociación Bancaria del Euro (ABE) de París. En este sentido, el BPI dejó de actuar como agente del sistema privado de pago y compensación del ecu el 31 de diciembre de 1998, y el acuerdo correspondiente entre el BPI y la ABE expiró en esa fecha.

El BPI había desempeñado desde octubre de 1986 las funciones de agente del sistema de pago y compensación del ecu. El 56º informe anual de junio de 1986 contiene una descripción de la estructura y el funcionamiento del sistema de compensación. El número de bancos de compensación había aumentado ininterrumpidamente con el paso de los años, y, durante el verano de 1998, la ABE otorgó la condición de banco de compensación a otros 11 bancos y cinco se retiraron del sistema. El número total de bancos de compensación del ecu era, pues, de 62 en el momento de adoptarse el nuevo sistema de compensación del euro.

### *Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales*

Por lo que se refiere a los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes y Young, el Deutsche Bundesbank, en su calidad de agente de pago de bonos no certificados de todas las emisiones de estos empréstitos, notificó al Banco que había pagado alrededor de 3,5 millones de marcos alemanes a los titulares de esos bonos, en concepto de reembolso del principal a la fecha de vencimiento del 3 de octubre de 1998 y 7 millones de marcos alemanes en concepto de intereses a las fechas de vencimiento del 3 de abril y 3 de octubre de 1998, así como los intereses atrasados. Los valores de reembolso y los factores de conversión recién calculados por lo que respecta a las mencionadas fechas de vencimiento fueron publicados por la Bundesschuldenverwaltung (BSV, Administración de la Deuda Federal de Alemania) en el Bundesanzeiger (Boletín Oficial Federal).

Con ocasión de la introducción del euro el 1 de enero de 1999, la BSV anunció que los bonos de consolidación antes mencionados no se convertirán en euros. Sin embargo, se modificará el método empleado por las autoridades alemanas para calcular los valores de reembolso de estos bonos para el pago de los intereses y del principal. Los detalles se encuentran en el anuncio realizado por la BSV en el Bundesanzeiger n° 57, de 24 de marzo de 1999.

Por lo que se refiere a la aplicación de la cláusula de garantía cambiaria del empréstito Young por parte de la BSV, el Banco ha reiterado sus reservas formuladas en su 50º informe anual de junio de 1980 y las ha hecho extensivas a los bonos de consolidación 1990–2010. El Banco también ha llamado la atención sobre el hecho de que la introducción del euro no entraña ningún cambio en lo que se refiere a las reservas antes mencionadas. Se ha hecho saber a los agentes de pago que deben tomar las medidas cautelares procedentes para salvaguardar los derechos de los titulares de bonos.

Para más detalles acerca de estas emisiones de bonos y las funciones del Banco, véase su 63º informe anual de junio de 1993.

### *Agente depositario de las garantías de bonos brasileños*

De acuerdo con lo estipulado en dos acuerdos de garantías firmados el 15 de abril de 1994, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de las garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos expresados en dólares de Estados Unidos que vencen en 15 o 30 años y que fueron emitidos por Brasil en aplicación de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa firmados en noviembre de 1993.

### *Agente depositario de las garantías de bonos peruanos*

Asimismo, en aplicación de los acuerdos firmados el 7 de marzo de 1997, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de las garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos expresados en dólares de Estados Unidos que vencen en 20 o 30 años y que fueron emitidos por Perú en aplicación de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa firmados en noviembre de 1996.

### *Agente depositario de las garantías de bonos de Côte d'Ivoire*

En aplicación de los acuerdos firmados el 31 de marzo de 1998, el BPI actúa también en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de las garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos expresados en dólares de Estados Unidos y en francos franceses que vencen en 20 o 30 años y que fueron emitidos por Côte d'Ivoire en aplicación de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa firmados en mayo de 1997.

## **3. Ayuda financiera a bancos centrales**

En el marco de un programa de ayuda financiera internacional puesto en marcha para Brasil a finales de 1998, el BPI coordinó una línea de crédito de hasta 13.280 millones de dólares de Estados Unidos destinada al Banco Central do Brasil. Los fondos facilitados por el BPI por este concepto son respaldados o garantizados en su mayor parte por 19 bancos centrales participantes. Las autoridades monetarias japonesas también concedieron una línea de crédito paralela de hasta 1.250 millones de dólares de Estados Unidos. La utilización de ambas líneas se efectúa en conjunción con compras brasileñas en el marco de una línea de reservas complementaria del FMI.

El 18 de diciembre de 1998, se efectuó el primer uso, por 4.150 millones de dólares de Estados Unidos, de la línea de crédito del BPI y el 9 de abril de 1999 otro de 4.500 millones. En ambos casos, la línea de crédito japonesa facilitó cantidades proporcionales.

En el marco de su actividad normal de negocios, el BPI también hizo durante el año varios anticipos a corto plazo, con o sin garantías, a bancos centrales.

#### 4. Operaciones del Departamento Bancario

Al 31 de marzo de 1999, el balance era de 66.237 millones de francos oro, lo que supone un aumento del 6,1% (3.787 millones de francos oro) con respecto al total de 62.450 millones alcanzado un año antes. Los factores cambiarios tuvieron una influencia positiva de unos 650 millones de francos oro en el total, debido al leve debilitamiento que experimentó el dólar de Estados Unidos frente a otras monedas entre el comienzo y el final del ejercicio financiero.

En un momento de convulsiones en los mercados financieros durante el otoño, el balance aumentó significativamente, alcanzando la cifra récord de 89.466 millones de francos oro en diciembre de 1998. La huida general en busca de calidad que se produjo en ese momento puso de manifiesto la solvencia del BPI. Sin embargo, a medida que disminuyó la preocupación por los créditos, este aumento del balance se invirtió en gran parte durante el primer trimestre de 1999.

##### *Pasivo*

Los clientes del BPI son más de 100 bancos centrales e instituciones internacionales. Prosiguiendo sus esfuerzos para mejorar la competitividad y diversidad de sus servicios bancarios, el BPI adoptó varias medidas durante el año encaminadas a que los precios de sus productos financieros fueran más atractivos y lanzó un nuevo instrumento a largo plazo con vencimientos superiores a los cinco años.

Al 31 de marzo de 1999, los fondos recibidos en depósito en oro y divisas (excluidas las operaciones de recompra) sumaban un total de 60.898 millones de francos oro, que cabe comparar con los 57.497 millones que alcanzaban al cierre del ejercicio financiero anterior. Los depósitos en oro, que disminuyeron en 281 millones de francos oro, pasando a 3.193 millones, representaban el 5,2% del total de depósitos, mientras que un año antes representaban el 6%. Los depósitos en divisas crecieron durante ese mismo periodo en 3.682 millones de francos oro; la disminución que experimentaron los depósitos a plazo fijo fue contrarrestada por un mayor aumento en las inversiones en instrumentos negociables más líquidos del BPI. El volumen de depósitos en divisas tiende a ser volátil, debido no sólo a que muchos bancos centrales utilizan activamente los servicios bancarios del BPI para gestionar la liquidez, sino también a que éste desempeña el papel de refugio cuando hay incertidumbre en el mercado. El volumen medio diario de depósitos en divisas fue un 8,4% mayor que en el ejercicio financiero 1997/98.

El pasado ejercicio financiero se caracterizó por un aumento de los fondos recibidos en dólares de Estados Unidos de un 13,6%. Como consecuencia de ello, la proporción del total de recursos depositados en monedas correspondiente a esta divisa mantuvo su tendencia ascendente de los últimos años y alcanzó el 65,9% el 31 de marzo de 1999, en comparación con el 62,1% de un año antes. En cambio, la proporción correspondiente al euro o a las monedas que lo componen disminuyó durante ese mismo periodo, pasando del 24,8% al 20,2%.

Los depósitos efectuados por los bancos centrales pasaron de 50.468 millones de francos oro a 54.016 millones, cantidad que representaba a finales de marzo de 1999 un 93,6% del total de recursos depositados, cifra casi igual que la del año anterior. Los fondos procedentes de otros depositantes (principalmente instituciones internacionales) fueron de 3.690 millones de francos oro (el 6,4% del total), mientras que al 31 de marzo de 1998 eran de 3.555 millones (el 6,6%).

### *Activo*

La mayor parte de los activos de reserva que tienen los bancos centrales en el BPI son a corto plazo, y uno de los principales objetivos del Banco a la hora de utilizar estos recursos es, por consiguiente, mantener un elevado grado de liquidez. El Banco realiza sus operaciones con especial prudencia, para garantizar la seguridad de los depósitos que se le confían; el riesgo crediticio, la transformación de los vencimientos y el riesgo cambiario se vigilan rigurosamente.

Tras aumentar en 4.157 millones de francos oro con respecto al ejercicio anterior, las inversiones en divisas ascendían a 62.189 millones de francos oro al 31 de marzo de 1999, mientras que un año antes eran de 58.032 millones. Estos activos están constituidos por depósitos en instituciones financieras internacionales de primer orden y por títulos negociables a corto plazo, entre los que figuran las letras del Tesoro. El Banco también efectúa anticipos a los bancos centrales; a finales de marzo de 1999, esos anticipos ascendían en total a 2.550 millones de francos oro; la mayor parte representaba fondos extendidos en el marco de la línea de crédito coordinada por el BPI en favor del Banco Central do Brasil (véase el punto 3).

Los activos del Banco en oro disminuyeron, pasando de 4.159 millones de francos oro a 3.879 millones durante el ejercicio financiero, debido a la disminución de los depósitos en oro recibidos.

Aparte de sus tenencias de 192 toneladas de oro, los fondos propios del Banco se encuentran en gran parte en títulos líquidos emitidos o garantizados por los gobiernos de los principales países industriales, así como por organismos supranacionales de primer rango. Esta política de inversión resultó especialmente eficaz durante las convulsiones que sufrieron los mercados el año pasado.

El Banco también utiliza determinados instrumentos derivados, sobre todo con el fin de gestionar más eficazmente sus fondos y de dar cobertura a los fondos recibidos en préstamo (véase la nota 8a del Balance).

## 5. Beneficios netos y distribución

Las cuentas del 69º ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 1999 arrojan un beneficio neto de 303.618.800 francos oro, frente a los 259.160.599 francos oro del ejercicio anterior. El elevado nivel del total del balance durante el año se tradujo en un aumento de los ingresos generados por las operaciones

realizadas con los recursos depositados. Los ingresos procedentes de los intereses generados por las inversiones de fondos propios disminuyeron algo, como consecuencia del descenso general experimentado por los tipos de interés a largo plazo en los principales mercados. Sin embargo, el descenso de los tipos de interés también provocó grandes ganancias de capital en las carteras de inversión del Banco, y el incremento de las ganancias generadas por la negociación de títulos contribuyó significativamente al aumento de los beneficios. Otro factor que explica el aumento del beneficio neto fue la decisión del Consejo de Administración del Banco de reducir de nuevo la cantidad asignada a la provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos.

El resultado que se indica para el ejercicio es el obtenido después de deducir 66.762.397 francos oro en concepto de gastos de administración, mientras que la cifra correspondiente al año anterior es de 55.701.805 francos oro. De este aumento, 6.016.352 francos oro se debieron a la incorporación por primera vez de una provisión para depreciación, tras la introducción de las nuevas directrices contables según las cuales se capitalizan y se deprecian los terrenos, los edificios y el equipo. Los gastos de administración del Banco, excluida la depreciación, aumentaron en 5.044.240 francos oro, es decir, un 9,1%, pero una parte de este aumento se debió a ajustes de valoración cambiaria. En francos suizos, moneda en la que se realiza la mayor parte de los gastos del Banco, el incremento de los gastos, excluida la depreciación, fue de un 6,9%.

En aplicación del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que la Asamblea General distribuya los beneficios netos de 303.618.800 francos oro de la siguiente manera:

- 1) 57.366.159 francos oro para pagar un dividendo de 320 francos suizos por acción;
- 2) 49.250.528 francos oro para transferir al fondo de reserva general;
- 3) 3.000.000 francos oro para transferir al fondo especial de reserva para dividendos;
- 4) 194.002.113 francos oro, que constituye el remanente de los beneficios netos disponibles, para transferir al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que esté en conformidad con los Estatutos.

Si se aceptan las propuestas anteriores, el dividendo se pagará el 1 de julio de 1999 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco al 20 de junio de 1999.

Al final del presente informe figuran el Balance, la Cuenta de pérdidas y ganancias y los estados de cuenta resumidos, que indican la evolución del capital y las reservas del Banco durante el ejercicio financiero. La auditoría de las cuentas del Banco ha sido realizada por PricewaterhouseCoopers AG, que ha confirmado que el Balance y la Cuenta de pérdidas y ganancias, junto con las notas que figuran en las páginas 198–204, reflejan fielmente la posición financiera del Banco al 31 de marzo de 1999 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Su informe se encuentra inmediatamente después de las cuentas.

## 6. Cambios de la composición del Consejo de Administración

En su reunión del 8 de febrero de 1999, el Consejo eligió a Urban Bäckström, Gobernador del Sveriges Riksbank, Presidente del Consejo de Administración y Presidente del Banco por un periodo de tres años a comenzar el 1 de marzo de 1999, fecha en que Alfons Verplaetse abandonó sus funciones al jubilarse como Gobernador del Banco Nacional de Bélgica.

Guy Quaden, que sucedió a Alfons Verplaetse como Gobernador del Banco Nacional de Bélgica, se convirtió en miembro nato del Consejo el 1 de marzo de 1999.

Tras la dimisión de Philippe Wilmès como miembro del Consejo en marzo de 1999, Guy Quaden nombró a Alfons Verplaetse para este puesto. Eddie George, Gobernador del Banco de Inglaterra, renovó hasta mayo del 2002 el nombramiento de Lord Kingsdown como miembro del Consejo, en virtud del Artículo 27(2) de los Estatutos.

El mandato de Urban Bäckström como miembro del Consejo de Administración con arreglo al Artículo 27(3) de los Estatutos expiró el 31 de marzo de 1999, pero fue reelegido por tres años más.

Hubo tres cambios por lo que respecta a los suplentes de los miembros natos del Consejo. En septiembre de 1998, Hans Tietmeyer, Presidente del Deutsche Bundesbank, nombró a Jürgen Stark. Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, nombró a Karen H. Johnson en noviembre de 1998, y, en marzo de 1999, Guy Quaden nombró a Jan Smets en sustitución de Marcia De Wachter.

El fallecimiento de René Larre el 1 de enero de 1999, a la edad de 83 años, causó profundo pesar en el Banco. R. Larre había entrado en el Banco el 1 de mayo de 1971 como Director General, cargo que ocupó hasta su jubilación, en febrero de 1981.

Robert D. Sleeper fue nombrado Jefe del Departamento Bancario a partir del 1 de febrero de 1999. Sucedió a Malcolm Gill, quien se jubiló en marzo de 1999, tras haber permanecido en el Banco desde diciembre de 1991.



# Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias

al 31 de marzo de 1999

# Balance de situación al 31 de marzo de 1999

(en francos oro; véanse Notas a las cuentas 2a)

1998	Activo	1999
	<b>Oro</b>	
3.037.168.543	En lingotes	2.801.471.476
1.122.386.712	Depósitos a plazo y anticipos	1.077.182.612
4.159.555.255		3.878.654.088
7.776.756	Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	8.289.300
1.863.872.732	Letras del Tesoro	7.314.049.359
	<b>Depósitos a plazo y anticipos en divisas</b>	
25.267.793.274	A 3 meses como máximo	21.413.790.799
9.594.385.217	A más de 3 meses	11.009.185.563
34.862.178.491		32.422.976.362
	<b>Títulos adquiridos con acuerdo de reventa</b>	
2.696.998.195	A 3 meses como máximo	276.014.585
83.973.665	A más de 3 meses	-
2.780.971.860		276.014.585
	<b>Títulos del Estado y otros valores a plazo</b>	
3.024.906.378	A 3 meses como máximo	4.658.672.728
15.492.166.080	A más de 3 meses	17.509.173.124
18.517.072.458		22.167.845.852
1	Terrenos, edificios y equipo	124.693.036
258.747.077	Varios	44.554.468
62.450.174.630		66.237.077.050

Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio		Antes de la asignación de beneficios netos del ejercicio	Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio
1998	Pasivo	1999	
323.228.125	Capital desembolsado	323.228.125	323.228.125
2.268.525.024	Reservas	2.359.389.062	2.605.641.703
247.188.455	Cuenta de diferencia de valoración	265.360.020	265.360.020
	Depósitos (oro)		
3.010.120.795	A la vista	2.775.616.571	2.775.616.571
309.454.649	A 3 meses como máximo	233.632.571	233.632.571
154.169.729	A más de 3 meses	183.327.484	183.327.484
3.473.745.173		3.192.576.626	3.192.576.626
	Depósitos (monedas)		
3.388.447.478	A la vista	3.005.634.040	3.005.634.040
48.774.372.346	A 3 meses como máximo	51.674.794.423	51.674.794.423
1.860.721.733	A más de 3 meses	3.025.353.687	3.025.353.687
54.023.541.557		57.705.782.150	57.705.782.150
	Títulos vendidos con acuerdo de recompra		
30.730.705	A 3 meses como máximo	121.452.148	121.452.148
256.984.348	Plan de pensiones del personal	—	—
1 773.681.784	Varios	1.965.670.119	1.965.670.119
	Cuenta de pérdidas y ganancias	303.618.800	
52.549.459	Dividendo pagadero al 1° de julio		57.366.159
62.450.174.630		66.237.077.050	66.237.077.050

# Cuenta de pérdidas y ganancias

para el ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 1999  
(en francos oro)

	1998	1999
Intereses, descuentos y otros ingresos de explotación	3.823.693.826	4.050.134.509
A deducir: cargos por intereses y descuentos	3.508.831.422	3.679.753.312
Intereses netos y otros ingresos de explotación	314.862.404	370.381.197
A deducir: gastos de administración		
Consejo de Administración	1.244.034	1.330.121
Dirección y personal	39.425.067	40.819.397
Gastos de oficina y diversos	15.032.704	18.596.527
Depreciación	—	6.016.352
	55.701.805	66.762.397
<b>Beneficios netos del ejercicio financiero</b>	<b>259.160.599</b>	<b>303.618.800</b>
<p>El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que los beneficios netos del ejercicio cerrado al 31 de marzo de 1999 se asignen de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos de la manera siguiente:</p>		
Dividendo: 320 francos suizos por acción, a 517.165 acciones (1998: 300 francos suizos)	52.549.459	57.366.159
	206.611.140	246.252.641
Transferencia al fondo de reserva general	41.322.228	49.250.528
	165.288.912	197.002.113
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3.000.000	3.000.000
	162.288.912	194.002.113
Transferencia al fondo de reserva libre	162.288.912	194.002.113
	—	—

# Evolución del capital desembolsado y de las reservas del Banco

durante el ejercicio cerrado al 31 de marzo de 1999

(en francos oro)

## I. Capital desembolsado

	Número de acciones	Francos oro
Acciones de 2.500 francos oro, de las que se desembolsó el 25%:		
Saldos al 31 de marzo de 1998	517.165	323.228.125
Saldos al 31 de marzo de 1999, según el Balance de situación	517.165	323.228.125

## II. Evolución de los fondos de reserva

	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	Total de fondos de reserva
Saldos al 31 de marzo de 1998, tras la asignación de los beneficios netos del ejercicio financiero 1997/98	32.322.813	1.016.326.624	62.530.055	1.157.345.532	2.268.525.024
A añadir: efecto del cambio de las directrices contables en el caso de los terrenos, edificios y equipo: véanse Notas a las cuentas g) y l)	–	90.864.038	–	–	90.864.038
Saldos al 31 de marzo de 1999 antes de la asignación de los beneficios netos	32.322.813	1.107.190.662	62.530.055	1.157.345.532	2.359.389.062
A añadir: asignaciones de los beneficios netos del ejercicio financiero 1998/99	–	49.250.528	3.000.000	194.002.113	246.252.641
Saldos al 31 de marzo de 1999, según el Balance de situación	32.322.813	1.156.441.190	65.530.055	1.351.347.645	2.605.641.703

## III. El capital desembolsado y los fondos de reserva representaban al 31 de marzo de 1999

(después de las asignaciones indicadas):

	Capital desembolsado	Fondos de reserva	Total de capital y reservas
Activos netos en:			
Oro	323.228.125	338.760.661	661.988.786
Monedas	–	2.266.881.042	2.266.881.042
Saldos al 31 de marzo de 1999 según el Balance de situación	323.228.125	2.605.641.703	2.928.869.828

# Notas a las cuentas

correspondientes al ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 1999

## 1. Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) es una institución financiera internacional, creada en virtud de los Acuerdos de La Haya del 20 de enero de 1930 y con sede en Basilea (Suiza). Sus objetivos son, como se establece en el Artículo 3 de sus Estatutos, fomentar la cooperación entre los bancos centrales, proporcionar servicios adicionales para las operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente para los pagos financieros internacionales. Actualmente son miembros del Banco cuarenta y cinco bancos centrales, que ejercen sus derechos de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está integrado por los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza, así como por consejeros nombrados por seis de estos países.

Las cuentas correspondientes al ejercicio financiero 1998/99 se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración, con arreglo al Artículo 49 de los Estatutos del Banco.

## 2. Directrices contables adoptadas

### a) *Unidad de cuenta y conversión de monedas*

La unidad de cuenta del Banco es el franco oro, que equivale a 1,941 49 ... dólares de Estados Unidos. Según el Artículo 4 de los Estatutos del Banco, el franco oro (abreviado FO) equivale a 0,290 322 58 ... gramos de oro fino. Las partidas que representan derechos en oro se convierten en francos oro en función de su peso en fino. Las partidas expresadas en dólares de Estados Unidos se convierten en francos oro aplicando un precio del oro de 208 dólares de Estados Unidos por onza de oro fino (precio establecido por el Consejo de Administración del Banco en 1979 y que se traduce en un coeficiente de conversión de 1 franco oro = 1,941 49 ... dólares de Estados Unidos). Las partidas expresadas en otras monedas se convierten en dólares de Estados Unidos a los tipos de cambio vigentes en el mercado al contado a la fecha de cierre del balance y los saldos resultantes en dólares de Estados Unidos se convierten en francos oro como ya se ha indicado.

Las diferencias cambiarias que se originen en la conversión de los activos y los pasivos expresados en monedas que no sean el dólar de Estados Unidos pasan a la cuenta de diferencia de valoración.

El saldo neto resultante de diferencias cambiarias en la conversión de los contratos a plazo y swaps de divisas se incluye en las partidas de varios del activo o del pasivo.

*b) Criterio de valoración y determinación de los beneficios*

Salvo que se indique lo contrario, las cuentas del Banco se elaboran con arreglo al principio del costo histórico, y las partidas de ingresos y gastos se registran según el criterio del devengo. Las ganancias y las pérdidas se determinan por meses y se convierten a dólares de Estados Unidos al tipo de cambio vigente en el mercado al contado al final de cada mes y se convierten después en francos oro como ya se ha indicado; los beneficios mensuales así calculados se acumulan en el beneficio anual.

Las ganancias y pérdidas resultantes de la venta de valores de inversión se asientan en la cuenta de compensación de valores, que se incorpora a la partida de varios del pasivo. Los saldos acreedores acumulados en esta cuenta se amortizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante un periodo equivalente al plazo medio de vencimiento residual de la cartera de inversiones del Banco; y si al cierre del ejercicio hubiera un saldo deudor neto, se llevaría inmediatamente a la Cuenta de pérdidas y ganancias.

*c) Oro*

Los activos y pasivos en oro se contabilizan por su peso en fino.

*d) Letras del Tesoro, títulos del Estado y otros valores a plazo*

Las letras del Tesoro, los títulos del Estado y otros valores a plazo se contabilizan a su costo de adquisición, añadiéndose según proceda los intereses devengados, con los ajustes correspondientes por amortización de primas o descuentos en el periodo que resta hasta su vencimiento; los ingresos por intereses y descuentos comprenden esa amortización.

*e) Depósitos a plazo y anticipos en divisas*

Los depósitos a plazo y los anticipos se contabilizan al valor de su principal, más los intereses devengados.

*f) Títulos adquiridos con acuerdo de reventa*

Los títulos adquiridos con acuerdo de reventa se contabilizan de acuerdo con la cuantía entregada por anticipado a la otra parte, más los intereses devengados.

*g) Terrenos, edificios y equipo*

Con efecto desde el 1º de abril de 1999, el Banco cambió sus directrices contables para capitalizar y depreciar sus edificios y equipo, pasando a utilizar un sistema lineal durante su vida útil estimada de la manera siguiente:

Terrenos: no se deprecian.  
Edificios: 50 años.  
Instalaciones y maquinaria: 15 años.  
Equipo informático: 4 años.  
Otro equipo: entre 4 y 10 años.

*h) Cuenta de diferencia de valoración*

En la cuenta de diferencia de valoración se registran los efectos de las diferencias cambiarias que se describen en el apartado a); esas diferencias de valoración se refieren fundamentalmente a la parte de los fondos propios del Banco que se mantiene en monedas distintas del dólar de Estados Unidos.

*i) Depósitos*

Los depósitos son derechos contables sobre el Banco y se contabilizan de acuerdo con el valor de su principal más los intereses devengados. Algunos créditos se emiten con descuento respecto del valor pagadero al vencimiento del depósito; en esos casos, el tratamiento contable es análogo al aplicado a los títulos a plazo fijo en poder del Banco (véase el apartado d)).

*j) Títulos vendidos con acuerdo de recompra*

Los títulos vendidos con acuerdo de recompra se contabilizan por la cuantía recibida de la otra parte, más los intereses devengados.

*k) Provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos*

El Consejo de Administración reserva una cantidad anual a la provisión anterior, que se incorpora a la partida de varios del pasivo.

*l) Modificación de las directrices contables en el ejercicio financiero 1998/99*

El 1º de abril de 1998, se calculó de nuevo el valor de los terrenos, los edificios y el equipo del Banco en el Balance de situación a su costo histórico, deduciendo la depreciación acumulada en los años de tenencia de dichos activos. Esta modificación elevó en 90,9 millones de francos oro el valor de los terrenos, los edificios y el equipo en el Balance de situación del Banco, cantidad que se añadió a las reservas del Banco (véase también el cuadro titulado “Evolución del capital desembolsado y de las reservas del Banco”). Además, con efecto a partir del ejercicio financiero 1998/99, la Cuenta de pérdidas y ganancias contiene una provisión para depreciación, en lugar de las transferencias a provisiones específicas.

Los saldos no utilizados de las provisiones para inmuebles y para modernización de locales y renovación de equipo se acreditaron en 1998/99 a la provisión para gastos de administración extraordinarios.

# Notas al balance de situación

correspondientes al ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 1999

## 1. Tenencias de oro

En el cuadro siguiente se indica la composición de las tenencias totales de oro del Banco:

Activos	1998	1999
Oro en lingotes en bancos centrales	3.037.168.543	2.801.471.476
Depósitos a plazo en oro		
A 3 meses como máximo	438.825.618	274.154.547
A más de 3 meses	683.561.094	803.028.065
	<u>4.159.555.255</u>	<u>3.878.654.088</u>

Las tenencias propias de oro del Banco ascendían, al 31 de marzo de 1999, a 662,0 millones FO, que equivalen a 192 toneladas de oro fino (1998: 662,0 millones FO; 192 toneladas).

## 2. Letras del Tesoro

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	1998	1999
Valor contable	<u>1.863.872.732</u>	<u>7.314.049.359</u>

El valor de mercado de las letras del Tesoro, al 31 de marzo de 1999, era de 7.319,2 millones FO (1998: 1.863,6 millones FO).

## 3. Títulos del Estado y otros valores a plazo

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	1998	1999
Valor contable	<u>18.517.072.458</u>	<u>22.167.845.852</u>

El valor de mercado de los títulos del Estado y otros valores a plazo, al 31 de marzo de 1999, era de 22.331,4 millones FO (1998: 18.623,8 millones FO).

#### 4. Terrenos, edificios y equipo

	Terrenos y edificios	Equipo informático y otro equipo	Total
Costo:			
Saldo de apertura			
al 1° de abril de 1998	101.585.513	38.117.021	139.702.534
Gasto de capital	29.925.031	7.793.648	37.718.679
Ajustes cambiarios	2.377.877	892.230	3.270.107
Costo al 31 de marzo de 1999	<u>133.888.421</u>	<u>46.802.899</u>	<u>180.691.320</u>
Depreciación:			
Depreciación acumulada			
al 1° de abril de 1998	26.665.183	22.173.313	48.838.496
Provisión para depreciación correspondiente al ejercicio actual	2.069.321	3.947.031	6.016.352
Ajustes cambiarios	624.169	519.267	1.143.436
Depreciación acumulada	<u>29.358.673</u>	<u>26.639.611</u>	<u>55.998.284</u>
Valor contable neto			
al 31 de marzo de 1999	<u>104.529.748</u>	<u>20.163.288</u>	<u>124.693.036</u>

El costo de los terrenos del Banco era de 26.610.450 FO al 31 de marzo de 1999 (1° de abril de 1998: 19.566.319 FO). Durante el año, el Banco compró otra propiedad en Basilea, que será utilizada principalmente por el Departamento Bancario.

#### 5. Capital

El capital del Banco está integrado por:

	1998	1999
Capital autorizado:		
600.000 acciones,		
de 2.500 francos oro cada una	1.500.000.000	1.500.000.000
Capital emitido: 517.165 acciones	1.292.912.500	1.292.912.500
25% desembolsado	323.228.125	323.228.125

#### 6. Reservas

Las reservas del Banco están integradas por:

	1998	1999
Fondo de reserva legal	32.322.813	32.322.813
Fondo de reserva general	1.016.326.624	1.156.441.190
Fondo de reserva especial para dividendos	62.530.055	65.530.055
Fondo de reserva libre	1.157.345.532	1.351.347.645
	<u>2.268.525.024</u>	<u>2.605.641.703</u>

Las provisiones anuales para los distintos fondos de reserva se rigen por el Artículo 51 de los Estatutos del Banco. Las cantidades transferidas se indican también en el cuadro titulado "Evolución de los fondos de reserva".

## 7. Depósitos

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales. La composición de los depósitos en monedas colocados en el Banco fue la siguiente:

	1998	1999
Bancos centrales		
A la vista	3.323.820.195	2.890.343.276
A 3 meses como máximo	45.283.968.982	48.100.323.078
A más de 3 meses	1.860.469.306	3.025.353.687
Otros depositantes		
A la vista	64.627.283	115.290.764
A 3 meses como máximo	3.490.403.364	3.574.471.345
A más de 3 meses	252.427	—
	<u>54.023.541.557</u>	<u>57.705.782.150</u>

## 8. Transacciones extracontables

### a) Derivados

En el curso normal de sus actividades, el Banco es partícipe de transacciones financieras extracontables, como son los contratos de divisas a plazo, los swaps de divisas y de tipos de interés, los contratos de tipos a plazo, los contratos de futuros y las opciones. Estos instrumentos se utilizan para la cobertura de los activos y pasivos del banco frente a riesgos de los tipos de interés y cambiarios, así como para gestionar la duración de sus activos líquidos. El Banco aplica al análisis de sus compromisos extracontables los mismos criterios que a todas las demás inversiones.

### Cantidades nominales de principal

(en millones de francos oro)	1998	1999
Contratos relacionados con tipos de cambio		
Swaps y contratos de divisas a plazo	12.040,5	10.470,4
Swaps de divisas	2.054,4	2.796,1
Contratos relacionados con tipos de interés		
Swaps de tipos de interés	5.689,5	7.222,0
Contratos y futuros relacionados con tipos a plazo	4.928,4	5.987,8

Las cantidades de principal, nominales o contratadas, de los diversos derivados reflejan el grado de actividad del Banco en los respectivos mercados, pero no indican el riesgo crediticio o de mercado de las actividades del Banco. El costo de reposición bruto de la totalidad de los contratos en que se aprecian beneficios a los precios vigentes en el mercado, al 31 de marzo de 1999, era de 484,1 millones FO (1997: 499,7 millones FO).

b) *Transacciones fiduciarias*

Las transacciones fiduciarias no se incluyen en el balance, dado que, aunque el Banco las efectúa en su propio nombre, se realizan por cuenta y riesgo de los clientes del Banco.

(en millones de francos oro)	1998	1999
Valor nominal de los títulos mantenidos en custodia	7.660,2	7.167,8
Oro en consignación	930,8	671,2

c) *Plan de pensiones y de ahorro del personal*

En años anteriores, el pasivo del plan de pensiones figuraba en el Balance del Banco en la rúbrica "Plan de pensiones del personal", mientras que el del plan de ahorro se incluía en la partida de varios del pasivo. El 1º de octubre de 1998, entró en vigor una nueva normativa sobre las pensiones, en virtud de la cual el activo y el pasivo de ambos planes se transfirieron del Balance a dos fondos separados. Estos cambios se realizaron para modernizar el plan de pensiones y facilitar la gestión de los activos tanto de este plan como del plan de ahorro independientemente de los activos del Banco. Los dos nuevos fondos son similares a los fondos fiduciarios y no tienen entidad jurídica independiente. Sus activos los administra el Banco en beneficio exclusivo de los miembros actuales y antiguos del personal que participan en los planes de pensiones y de ahorro, y todos los pagos que se efectúan en aplicación de estos planes se cargan al fondo correspondiente. Algunos activos que antes se destinaban específicamente a contrarrestar el pasivo de los planes de pensiones y de ahorro, y que ascendían a 293,2 millones FO y 24,5 millones FO, respectivamente, se transfirieron a los nuevos fondos el 1º de octubre de 1998.

El Banco se ha comprometido a mantener un coeficiente de cobertura mínimo de 105% para los dos fondos, y es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en aplicación de los planes de pensiones y de ahorro. La proporción de las aportaciones a los fondos correspondiente al Banco se incluye en sus gastos de administración.

Al 31 de marzo de 1999, el valor de mercado de los activos del fondo de pensiones ascendía a 295,5 millones FO, lo que representa un coeficiente de cobertura del 127% en comparación con el valor actuarial más reciente del pasivo del fondo. El valor de mercado de los activos del fondo de ahorro ascendía a 25,8 millones FO al 31 de marzo de 1999, lo que representa un coeficiente de cobertura del 109% en comparación con el pasivo del plan. Las primeras cuentas anuales de los fondos de pensiones y de ahorro se referirán al ejercicio que termina el 30 de septiembre de 1999.

# Informe de los auditores

Informe de los auditores  
al Consejo de Administración y la Asamblea General  
del Banco de Pagos Internacionales, Basilea

Hemos llevado a cabo la auditoría del Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias adjuntos, incluidas las notas que los acompañan, del Banco de Pagos Internacionales. El Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias han sido elaborados por la Dirección del Banco, de conformidad con los Estatutos y los principios de valoración descritos en las notas del epígrafe "Directrices contables adoptadas". Nuestra responsabilidad es, según los Estatutos del Banco, expresar una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, basada en nuestra auditoría, así como poner en conocimiento de ustedes dicha opinión.

Nuestra auditoría abarcó el examen, mediante pruebas selectivas, de los justificantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y otras indicaciones relacionadas con ellas. Hemos recibido toda la información y explicaciones que hemos requerido para asegurarnos de que el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias no contienen errores sustanciales, por lo cual creemos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para nuestro juicio.

En nuestra opinión, el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, incluidas las respectivas notas, han sido debidamente elaborados, y reflejan fiel y verdaderamente la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales al 31 de marzo de 1999 y los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a esa fecha, cumpliendo así, por consiguiente, con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

John K. Fletcher

Basilea, 27 de abril de 1999

# Resumen quinquenal del Balance de situación

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Oro</b>					
<i>En lingotes</i>	4.373,4	4.364,2	3.547,3	3.037,1	2.801,5
<i>Depósitos a plazo y anticipos</i>	541,8	637,3	956,7	1.122,4	1.077,2
	4.915,2	5.001,5	4.504,0	4.159,5	3.878,7
<b>Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista</b>	9,8	9,8	384,4	7,8	8,3
<b>Letras del Tesoro</b>	5.483,1	4.105,7	2.813,4	1.863,9	7.314,0
<b>Depósitos a plazo y anticipos en divisas</b>	42.478,7	37.328,1	42.355,1	34.862,2	32.423,0
<b>Títulos adquiridos con acuerdo de reventa</b>	2.988,7	1.652,2	884,2	2.781,0	276,0
<b>Títulos del Estado y otros valores a plazo</b>	9.332,8	10.488,1	15.651,1	18.517,1	22.167,9
<b>Terrenos, edificios y equipo</b>	–	–	–	–	124,7
<b>Activos varios</b>	19,2	32,8	200,8	258,7	44,5
<b>Total del activo</b>	65.227,5	58.618,2	66.793,0	62.450,2	66.237,1
<b>Capital desembolsado</b>	295,7	295,7	323,2	323,2	323,2
<b>Reservas</b> <i>(después de la asignación de beneficios netos del ejercicio)</i>					
<i>Fondo de reserva legal</i>	30,1	30,1	32,3	32,3	32,3
<i>Fondo de reserva general</i>	764,9	803,3	974,9	1.016,3	1.156,4
<i>Fondo de reserva especial para dividendos</i>	53,5	56,5	59,5	62,5	65,5
<i>Fondo de reserva libre</i>	807,0	893,6	995,1	1.157,4	1.351,4
	1.655,5	1.783,5	2.061,8	2.268,5	2.605,6
<b>Cuenta de diferencia de valoración</b>	449,5	373,5	351,1	247,2	265,4
<b>Depósitos</b>					
<i>Oro</i>	4.157,0	4.245,0	3.836,4	3.473,7	3.192,6
<i>Monedas</i>	56.549,0	49.649,2	57.585,6	54.023,6	57.705,8
	60.706,0	53.894,2	61.422,0	57.497,3	60.898,4
<b>Títulos vendidos con acuerdo de recompra</b>	385,4	376,6	674,8	30,7	121,5
<b>Plan de pensiones del personal</b>	271,0	283,1	252,6	257,0	–
<b>Pasivos varios</b>	1.411,0	1.558,3	1.658,7	1.773,7	1.965,6
<b>Dividendo</b>	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
<b>Total del pasivo</b>	65.227,5	58.618,2	66.793,0	62.450,2	66.237,1

# Resumen quinquenal de la Cuenta de pérdidas y ganancias

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1995	1996	1997	1998	1999
Intereses netos y otros ingresos de explotación	229,3	254,3	263,8	314,9	370,4
<b>A deducir: gastos de administración</b>					
<i>Consejo de Administración</i>	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3
<i>Dirección y personal</i>	40,2	46,6	42,9	39,4	40,9
<i>Gastos de oficina y diversos</i>	17,4	18,3	16,3	15,0	18,6
<i>Depreciación</i>	–	–	–	–	6,0
	58,8	66,4	60,5	55,7	66,8
<b>Excedente neto de explotación</b>	170,5	187,9	203,3	259,2	303,6
<b>A deducir: transferencias</b>					
<i>a la provisión para gastos extraordinarios de administración</i>	3,4	3,5	3,0	–	–
<i>a la provisión para modernización de locales y renovación de equipo</i>	4,7	3,1	6,0	–	–
	8,1	6,6	9,0	–	–
<b>Beneficios netos del ejercicio financiero</b>	162,4	181,3	194,3	259,2	303,6
<b>Dividendo</b>	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
	109,0	128,0	145,5	206,6	246,2
<b>Transferencia al fondo de reserva general</b>	32,7	38,4	41,0	41,3	49,2
	76,3	89,6	104,5	165,3	197,0
<b>Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos</b>	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
<b>Transferencia al fondo de reserva libre</b>	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
	–	–	–	–	–

## Consejo de Administración

Urban Bäckström, Estocolmo  
Presidente del Consejo de Administración  
Presidente del Banco

Lord Kingsdown, Londres  
Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma  
Antonio Fazio, Roma  
Edward A. J. George, Londres  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, París  
Masaru Hayami, Tokio  
William J. McDonough, Nueva York  
Hans Meyer, Zúrich  
Guy Quaden, Bruselas  
Helmut Schlesinger, Francfort del Main  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Francfort del Main  
Jean-Claude Trichet, París  
Alfons Verplaetse, Bruselas  
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

### *Suplentes*

Jean-Pierre Patat o  
Marc-Olivier Strauss-Kahn, París  
Ian Plenderleith o  
Clifford Smout, Londres  
Jean-Jacques Rey o  
Jan Smets, Bruselas  
Alice M. Rivlin o  
Karen H. Johnson, Washington  
Carlo Santini o  
Stefano Lo Faso, Roma  
Jürgen Stark o  
Helmut Schieber, Francfort del Main

## Alta dirección del Banco

Andrew Crockett	Director General
André Icard	Director General Adjunto
Gunter D. Baer	Secretario General
	Jefe de Departamento
William R. White	Asesor Económico
	Jefe del Departamento Monetario y Económico
Robert D. Sleeper	Jefe del Departamento Bancario
Marten de Boer	Director
	Contabilidad y Presupuestos
Renato Filosa	Director
	Departamento Económico y Monetario
Mario Giovanoli	Asesor General, Director
Guy Noppen	Director, Secretaría General
Günter Pleines	Subjefe del Departamento Bancario

