

## I. Introducción: ¿un cambio repentino de rumbo?

El acontecimiento más significativo que ocurrió durante el periodo examinado fue la brusca desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos iniciada en el segundo semestre del año pasado. Aunque hacía tiempo que se esperaba, e incluso se deseaba, lo repentino de su llegada sorprendió por varias razones. Parecía indicar el fin o, al menos, una significativa interrupción de una década de expansión mundial en la que la economía estadounidense había desempeñado un papel desproporcionado aunque positivo (véase el capítulo II). Estuvo acompañada de una aparente interrupción de la recuperación en Japón, así como de una desaceleración en muchos mercados emergentes (véase el capítulo III) y, aunque en mucha menor medida, en Europa. Además decepcionó profundamente a quienes esperaban que la “nueva economía” basada en la tecnología de la información hubiera convertido tanto los ciclos de las existencias como las bruscas fluctuaciones del gasto de inversión en cosa del pasado.

En seguida se buscaron los responsables habituales para explicar este giro mundial de los acontecimientos. Los precios del petróleo habían subido vertiginosamente afectando al gasto de muchas economías de mercado emergentes en mayor medida incluso que en las industrializadas. Los tipos de interés a corto plazo se habían elevado en todos los grandes países industrializados, bien para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias, bien, como en el caso de Japón, para retomar una orientación monetaria más ortodoxa ante algunos signos de recuperación económica. También se pensó que una parte de la responsabilidad correspondía a los mercados financieros, puesto que los índices bursátiles de la nueva economía habían bajado considerablemente en todos los países con respecto a los máximos alcanzados en marzo del 2000. Las condiciones crediticias se habían endurecido asimismo en todo el mundo, desigual pero inexorablemente a lo largo del año, especialmente en el caso de los créditos de menor calidad. En estas circunstancias, se consideró lógica, además de deseable, una cierta disminución del gasto en las economías que estaban operando en el nivel de plena capacidad, y con idénticos ojos se miraba la inversión de la anterior tendencia a endurecer la política monetaria en los países más afectados por la desaceleración. A la luz de la historia económica desde la posguerra, todo esto podría calificarse de normal.

Sin embargo, al mismo tiempo preocupaba la sospecha de que otras fuerzas menos habituales hubieran entrado en escena. En opinión de algunos observadores, la expansión vivida presentaba algunas de las características de los ciclos económicos anteriores a la Primera Guerra

Mundial, comparación original, aunque quizá no muy desacertada, dada la incesante oleada de liberalización y globalización financiera que ha caracterizado a las últimas décadas. Al igual que sucedió en las revoluciones tecnológicas anteriores —el canal, el ferrocarril, la electrificación y el automóvil— en el ciclo actual se produjo un acusado incremento de acumulación de capital relacionada con el progreso técnico, de la que se han beneficiado sobre todo los sectores de la tecnología de la información y de las telecomunicaciones. Este incremento se vio acompañado y reforzado por bruscas subidas de los precios de las acciones que generaron una abundante oferta de capital de riesgo de bajo costo. Por otra parte, al encontrarse la inflación, en términos generales, en niveles bajos o descendentes, los tipos de interés reales se mantuvieron relativamente reducidos. Aunque estas tendencias se dejaran ver con especial nitidez en Estados Unidos, también se manifestaron en mayor o menor medida en otros países. La subsiguiente percepción de vulnerabilidad a escala mundial, en caso de que los beneficios previstos no llegaran a materializarse, contribuyó probablemente a que muchos bancos centrales decidieran bajar los tipos de interés una vez que la Reserva Federal comenzó una fase de relajación de la política monetaria excepcionalmente intensa en enero de este año (véase el capítulo IV).

Otra característica positiva de los últimos años de expansión, que persistió durante todo el periodo examinado, fue la estabilidad de los indicadores agregados de la inflación. En muchos países, tanto economías de mercado emergentes como industrializadas, las medidas de la inflación subyacente reaccionaron de una forma inesperadamente moderada a las presiones originadas por las bajas tasas de desempleo, la depreciación de los tipos de cambio y la subida de los precios del petróleo. Esta moderación se debió, en parte, al aumento de la capacidad de producción, especialmente de bienes manufacturados, generado por el prolongado periodo anterior de elevadas inversiones. Sin embargo, tampoco puede olvidarse la influencia de otros factores, como la liberalización de los mercados de productos, la globalización del comercio de bienes y servicios, la austeridad fiscal y la creciente credibilidad de los objetivos antiinflacionarios de los bancos centrales. Todo ello contribuyó a crear un “mercado de compradores” que coadyuvó a mitigar la inflación y a mantenerla baja.

Naturalmente, al mostrar los precios una tendencia generalizada a la inmovilidad, hubo que encontrar otras formas de amortiguar perturbaciones, como el alza de los precios del petróleo, para que los beneficios no resultaran afectados. Esto se logró durante una gran parte del periodo examinado. En Estados Unidos, en la mayoría de los países europeos y en Japón, las subidas de los salarios nominales fueron sorprendentemente moderadas, gracias a la mejora de los mercados de trabajo en los dos primeros casos y a la inseguridad laboral y a la recesión en el último. Por otra parte, en la economía mundial se observó un círculo virtuoso de moderación de los salarios a resultas de la de los precios. Y por último, en Estados Unidos en particular, la productividad del trabajo había experimentado durante los últimos años un notable incremento, que ayudó a contener los precios sin reducir los beneficios. No obstante, en muchos países, las perspectivas de

beneficios han empeorado ostensiblemente en los últimos trimestres y los sectores de la nueva economía de todo el mundo han resultado especialmente afectados. Esta evolución ha contribuido considerablemente al deterioro de la situación de los mercados financieros, que ha comenzado a repercutir en el nivel de actividad económica mundial.

Otra característica reciente del proceso actual de globalización ha sido la facilidad con que los movimientos internacionales de capitales han respondido a las profundas diferencias entre las tasas nacionales de ahorro. En Estados Unidos, la tasa de ahorro privado neto cayó hasta situarse por debajo del -6% del PIB el año pasado (lo que significa una disminución de 12 puntos porcentuales desde 1992), mientras que en Japón aumentó a casi un 9%. Aunque en algunos países los resultados fiscales redujeron en parte esta diferencia, continuaron registrándose significativos desequilibrios en la cuenta corriente, que se financiaron mediante cuantiosas entradas de capital en Estados Unidos, consistentes cada vez más en la compra de acciones y en inversión extranjera directa. En términos más generales, se observó una divergencia similar entre las pautas de elevado ahorro de las economías asiáticas y europeas y las del hemisferio occidental. De nuevo, la inversión extranjera directa desempeñó un importante papel, especialmente en América Latina, en la financiación de los déficit por cuenta corriente resultantes.

Las entradas de capital en Estados Unidos, así como en otros países receptores, estuvieron motivadas en parte por el deseo de diversificación y por la percepción de oportunidades de inversión con un rendimiento superior a la media. Sin embargo, al mismo tiempo, prestaron un sólido apoyo al dólar de Estados Unidos (véase el capítulo V), lo que a su vez contribuyó a amortiguar las presiones inflacionarias. La persistente fortaleza del dólar, incluso después de que empezaran a observarse claros indicios de desaceleración económica en Estados Unidos, podría indicar que el mercado los interpretó como una mera interrupción temporal antes de que se reafirmase el crecimiento potencial de la nueva economía. También es concebible que, a medida que crecía la incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales, fuera cobrando preponderancia el carácter de escudo protector de la moneda de reserva, atendiendo sobre todo a la imagen de solidez de los sistemas fiscales y bancarios. Queda aún por ver si estos supuestos e impresiones serán ratificados con el paso del tiempo.

No todos los países que necesitaban financiación externa la obtuvieron con tanta facilidad. En Argentina, los continuos excesos fiscales y, en Turquía, los problemas estructurales del sector bancario, entre otras razones, generaron intensas presiones sobre los tipos de interés y de cambio y, en el segundo caso, provocaron además una fuerte depreciación de la moneda. A finales de abril, el efecto de contagio de estos incidentes había sido relativamente limitado. No sólo había un menor grado de apalancamiento en el sistema que en crisis anteriores sino que, además, los mercados financieros internacionales parecían saber distinguir cada vez mejor entre los diferentes grados de riesgo crediticio (véase el capítulo VI). El hecho de que muchos sistemas de tipo de cambio fijo ajustable se hubieran sustituido por sistemas

de tipo de cambio flotante con intervención probablemente constituyera otro factor a tener en cuenta.

Durante el periodo examinado, se tomaron algunas medidas para fortalecer el sistema financiero internacional. En muchas economías de mercado emergentes se realizaron esfuerzos constantes para mejorar los sistemas financieros y los sistemas de pago, inspirándose generalmente en las prácticas acordadas a escala internacional. Por otra parte, el aumento de la competencia y de la concentración en el seno de los sectores financieros de los países industrializados atrajo en mayor medida la atención de las autoridades económicas. Se produjo una creciente toma de conciencia de que a lo largo de la historia los cambios financieros rápidos y la expansión del crédito aparejada a ellos habían desembocado en un catálogo de dificultades (véase el capítulo VII). El hecho de que las autoridades evaluaran periódicamente dichos elementos de vulnerabilidad resultaba beneficioso pero, naturalmente, no garantizaba que se hubiera eliminado el problema de las crisis financieras recurrentes.

### Opinión de los mercados, precios de los activos y evolución macroeconómica

Aunque la economía mundial acusó de manera creciente el efecto de perturbaciones comunes y una mayor interdependencia en términos reales y financieros, la impronta de los comportamientos de naturaleza idiosincrásica relacionados con el estado de ánimo y con la opinión de los mercados de las principales regiones continuó teniendo una gran trascendencia. En ningún país fue tan espectacular la evolución económica como en Estados Unidos, donde el crecimiento del PIB aumentó a casi un 6% durante el primer semestre del 2000 bajo la influencia del elevado gasto de consumo y de un aumento aún mayor de la inversión empresarial fija. Ambos fenómenos se debieron en gran parte al dinamismo anterior de los mercados de valores, que incrementó la riqueza de los consumidores al tiempo que redujo los costos de financiación de las empresas. El fácil acceso al crédito procedente de una creciente variedad de fuentes, muchas de ellas extranjeras, también contribuyó a ello. Todo esto se vio reforzado por una sensación de bienestar motivada por el convencimiento de que el impulso de la nueva tecnología de la información y de las comunicaciones había colocado de forma permanente tanto a la productividad como a los beneficios en una senda de mayor crecimiento.

No obstante, a medida que avanzaba el año, comenzaron a aparecer indicios de que se acumulaban los riesgos. El Nasdaq inició una caída ininterrumpida, y lo mismo ocurrió con otros índices, aunque en menor medida. Como consecuencia, en Estados Unidos el patrimonio nominal de los hogares disminuyó en el 2000 por primera vez desde la posguerra. A la inversa, la proporción representada por la deuda de los hogares y su servicio en la renta personal disponible aumentaron hasta casi alcanzar niveles récord, mientras que la tasa de ahorro personal se tornó negativa. Aunque los niveles conjuntos de deuda empresarial distaban de los máximos históricos,

aumentaron las dificultades de las empresas de menor tamaño. Los bancos impusieron criterios mucho más estrictos para la concesión de préstamos, la financiación en el mercado de bonos para los prestatarios de menor calificación crediticia devino casi imposible durante un tiempo y los proveedores de equipamiento de alta tecnología restringieron por su parte la financiación de sus ventas.

En Estados Unidos, las ventas finales internas sufrieron una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre, que afectó a todos sus componentes, y la confianza de los consumidores también se debilitó notablemente. Los beneficios cayeron y se multiplicaron las señales de alarma sobre los beneficios. Por otra parte, había cada vez mayor conciencia de que algunos factores reversibles podían haber inflado los beneficios declarados o diluido el valor de las acciones: la subida de los precios de éstas había fomentado la suspensión temporal de las aportaciones a los planes de pensiones; la creciente utilización de opciones para la compra de acciones había permitido a las empresas reducir sus impuestos y entrañaba el riesgo de diluir el valor de las acciones; además la utilización de acciones ordinarias para realizar adquisiciones a relaciones precio-beneficios infladas había reducido aún más los derechos de los accionistas de las empresas adquirentes. No obstante, la posterior mejora de los indicadores económicos reforzó la convicción de quienes esperaban que la desaceleración sólo fuera temporal. En particular, la reducción de las existencias observada en el primer trimestre del 2001 superó con creces las expectativas. Por otra parte, sorprendió la resistencia del gasto de consumo, considerando los anuncios de recortes de empleo y los descensos del nivel de confianza de los consumidores que se registraron.

El repentino cambio de las circunstancias económicas de Estados Unidos se tradujo en un viraje excepcionalmente rápido de la orientación de la política monetaria. En términos generales, tanto la postura restrictiva adoptada anteriormente como la fase de relajación posterior obedecían al deseo de moderar el ciclo económico y mantener al mismo tiempo la estabilidad de los precios internos. Sin embargo, dada la creciente importancia de los precios de los activos financieros en Estados Unidos y su dependencia del clima de confianza, la Reserva Federal encontró limitaciones significativas, aunque sutiles, a la hora de actuar. En particular, resultaba más que nunca de vital importancia que el recorte de los tipos no se considerara ni demasiado pequeño ni demasiado grande: en el primer caso, el gasto podía quedarse estancado; en el segundo, podía producirse una oleada de euforia en los mercados financieros o, por el contrario, de pánico si éstos sospechaban que la Reserva Federal poseía información que ellos desconocían. Al final, la primera reducción significativa de los tipos de interés llevada a cabo en enero provocó una brusca relajación de las condiciones crediticias que las ulteriores reducciones contribuyeron a mantener. También resultó afortunado que otro factor que podía limitar la disposición de la Reserva Federal a relajar la política monetaria, un rebrote de la inflación interna, no se produjera con tanta fuerza como hacían presagiar las subidas anteriores de los precios de la energía y la aceleración más reciente de los costos laborales unitarios.

La economía japonesa continuó mostrándose débil en términos generales, pero registró un patrón trimestral similar a la de Estados Unidos, si bien en este país la fe en la nueva tecnología mantuvo un espíritu subyacente de optimismo, a pesar de la desaceleración del segundo semestre, en Japón la sensación fue diferente. El país seguía sufriendo las consecuencias del estallido de la burbuja económica en la década anterior: exceso de capacidad industrial instalada y escasos beneficios, caída del valor de las acciones y persistente debilidad del sector financiero. Por otra parte, dada la crónica incapacidad de las autoridades para abordar con decisión estas cuestiones, al pesimismo reinante acerca de la situación, se unió a la creencia de que el futuro no deparaba probablemente nada nuevo.

La producción industrial japonesa aumentó temporalmente en el primer semestre del 2000, debido a la recuperación experimentada por Estados Unidos y Asia. Este aumento incrementó tanto los beneficios como la inversión, especialmente en el sector de alta tecnología. Sin embargo, a medida que se debilitaba el estímulo externo y se hacían más evidentes los efectos del fortalecimiento anterior del yen, esta prometedora evolución se disipó. Los consumidores, por el contrario, se mostraron vacilantes durante todo el periodo. Manifestaron mayor propensión al ahorro que al gasto al haber sufrido grandes pérdidas en su patrimonio personal y estar preocupados por el estado de sus planes de pensiones basadas en un sistema de reparto y viendo crecer las amenazas tanto sobre sus ingresos como sobre su empleo a medida que avanzaba lentamente la reestructuración industrial. Es posible que el descenso de los precios al por menor, que obedeció en parte a la evolución positiva en el lado de la oferta, reafirmara esta actitud expectante.

Las autoridades macroeconómicas, por su parte, utilizaron el poco margen de maniobra que aún tenían. La política de tipo de interés cero se suspendió brevemente cuando pareció que mejoraba la situación económica durante el verano, pero se restauró de hecho al adoptarse un objetivo cuantitativo explícito para el exceso de reservas de los bancos. Al mismo tiempo, el Banco de Japón declaró que mantendría esta política hasta que los precios de consumo dejaran de bajar. Se esperaba que este compromiso ayudara a mantener el impresionante y positivo descenso de los tipos a más largo plazo durante el segundo semestre del año. La política fiscal confirió un nuevo estímulo a la economía, aunque el convencimiento, cada vez más extendido, de que la rentabilidad negativa de las inversiones y las garantías del Estado acabarían convirtiéndose en una considerable carga para los contribuyentes fue disipando progresivamente sus efectos.

La esperanza de que el lento crecimiento de Estados Unidos y de Japón fuera contrarrestado por un crecimiento más rápido en otros países sólo se hizo realidad en parte. Al igual que Estados Unidos, los principales países de habla inglesa crecieron a un ritmo excesivo durante el primer semestre, pero la mayoría también mostró posteriormente signos de una brusca desaceleración, acompañados de recortes de los tipos de interés. El Reino Unido fue el único que mantuvo la tendencia de crecimiento, aunque, incluso en ese país, los tipos oficiales se bajaron finalmente en vista de las previsiones.

La actividad económica tampoco se aceleró en la zona del euro en la medida esperada, aunque la desaceleración del crecimiento fue, al menos, inferior al de otras regiones. Dado que los niveles de demanda interna eran relativamente sólidos, gracias al aumento de la confianza de los consumidores provocado por el incremento excepcionalmente rápido del empleo, durante un tiempo pareció que Europa Continental permanecía inmune a los acontecimientos externos. Aun así, la trayectoria descendente que había mostrado el tipo de cambio del euro durante dos años no se invirtió de manera sustantiva. Por otra parte, la debilidad del euro, unida a la subida de los precios del petróleo, contribuyó a situar la inflación general por encima del objetivo de estabilidad de precios fijado por el Banco Central Europeo (BCE). Cuando, a finales del periodo examinado, los indicadores mostraron una desaceleración del crecimiento y una cierta mejora de las perspectivas de inflación, el Eurosistema llevó a cabo una prudente relajación de la política monetaria. De hecho, el reciente historial de austeridad fiscal permitió incluso bajar los tipos impositivos en algunos países europeos. Los efectos sobre la demanda de estas reducciones de los impuestos, aunque motivadas inicialmente por preocupaciones estructurales, vinieron a reforzar positivamente las futuras perspectivas de crecimiento.

Las economías de mercado emergentes registraron una tasa media de crecimiento real del 6% en el 2000. Por otra parte, todas las grandes regiones y casi todas las principales economías participaron de la expansión. No obstante, fueron apareciendo gradualmente diversos indicios de tensiones y los precios de las acciones bajaron en general tras la caída del Nasdaq. El crecimiento de las exportaciones también tendió a desacelerarse, si bien en algunos países el aumento de la demanda interna contrarrestó en parte esta tendencia.

Los pedidos de exportaciones de productos electrónicos disminuyeron en todos los países, pero especialmente en el este asiático. No obstante, la repercusión en cadena en los tipos de cambio fue ostensiblemente menor que en 1997, debido a la tendencia a adoptar tipos de cambio fluctuantes, al saldo en general positivo de las balanzas comerciales, al elevado nivel de reservas y a un grado de dependencia mucho menor de las entradas de capital a corto plazo. China e India resultaron afectadas en menor medida, ya que seguían siendo economías relativamente cerradas, si bien continuaron teniendo problemas internos debido a que muchas empresas son todavía de propiedad estatal y a los consiguientes problemas fiscales. En América Latina, la persistente incapacidad de Argentina para controlar su déficit presupuestario planteó interrogantes respecto a su capacidad de pago de la deuda y a la posible necesidad de reestructurarla. Como consecuencia, los diferenciales de los bonos argentinos sobrepasaron durante un tiempo los 1.000 puntos básicos y los de algunos otros bonos soberanos comenzaron asimismo a ampliarse. En otros países de la región, la aceleración del crecimiento comenzó a generar presiones inflacionarias que, aunque en nada comparables a los excesos del pasado, llevaron a algunos bancos centrales a endurecer la política monetaria. A excepción de los países productores de petróleo, también aumentó la preocupación por los continuos y elevados



déficit comerciales de algunos países de América Latina y de Europa Central así como por su posible vulnerabilidad en caso de que comenzara a declinar la confianza de los inversionistas extranjeros.

## La lucha contra la fragilidad de los sistemas financieros

En los últimos 20 años, las sucesivas crisis han demostrado claramente que los problemas del sistema financiero pueden provocar perturbaciones macroeconómicas y amplificar considerablemente sus costos. Algunas deficiencias son atribuibles a instituciones específicas, otras al funcionamiento del mercado y otras a las características del propio sistema financiero mundial. Como cabría esperar, los gobiernos, en su deseo de garantizar la igualdad de las condiciones competitivas y de evitar los efectos de contagio, han realizado grandes esfuerzos durante los últimos años para identificar las vulnerabilidades financieras y tratar de superarlas. Estos esfuerzos se intensificaron cuando comenzaron a surgir dudas sobre la durabilidad de la expansión económica mundial.

Algunas de las vulnerabilidades de los sistemas financieros que se hicieron visibles en el horizonte temporal considerado venían ya de antiguo. El principal era la incapacidad para armarse de la voluntad necesaria para llevar a cabo una reestructuración decisiva del sistema empresarial y bancario japonés. De hecho, si se permitía la fusión de grandes bancos sin exigir su reestructuración, la situación no cambiaría. Asimismo, es posible que la ampliación del programa de garantía de depósitos y los nuevos intentos de las autoridades de contener el descenso de los precios de las acciones disuadieran a los bancos de adoptar medidas de reestructuración contundentes. La mejora de la supervisión de las instituciones financieras y la imposición de criterios contables más estrictos sólo compensó en parte estas deficiencias más generales. En otros países del este asiático, prosiguió por lo general la reestructuración del sector financiero, aunque a menudo con una amplitud y un ritmo insuficientes. En términos generales, los sistemas bancarios aún no habían recuperado su rentabilidad y el crecimiento del crédito bancario continuaba siendo escaso. En Europa Oriental y en América Latina, siguió aumentando la presencia de bancos extranjeros. Este hecho por una parte, se consideró positivo, puesto que se esperaba que su aportación de capital, tecnología y conocimientos de gestión contribuyeran a la estabilidad financiera local. Por otra, en algunos países se temía que las entidades extranjeras carecieran tanto de la voluntad como de la preparación necesarias para prestar a las empresas locales de menor tamaño.

Otras preocupaciones que se manifestaron en el periodo examinado eran por su propia naturaleza menos concretas. A pesar de los elevados niveles de beneficios y de capital, se tenía la sospecha de que los bancos de algunos de los países que se encontraban en una fase más avanzada del ciclo estaban más expuestos sin advertirlo a los créditos de mayor riesgo y esa sospecha se debía en parte al hecho de que las provisiones para riesgo de crédito fueran reducidas. Los grandes volúmenes de préstamos sindicados concedidos a empresas de telecomunicaciones constituían otro motivo de preocupación,



sobre todo en Europa, ya que disminuyeron las probabilidades de que éstos se reembolsaran con celeridad a partir de los ingresos generados por las ventas de activos, las ofertas públicas iniciales y las emisiones de bonos. Asimismo surgieron otras preocupaciones similares en relación con las dificultades de algunos emisores para refinanciar los efectos comerciales pendientes, ya que eso significaba la posibilidad de que se recurriera a líneas de crédito negociadas previamente con los bancos. En ambos casos, la sorprendente velocidad con que se revisó a la baja la calificación crediticia de algunas de las empresas anteriormente consideradas de gran solvencia agravó la preocupación.

Debido en alguna medida a estos acontecimientos, los bancos de muchos países industrializados endurecieron las condiciones crediticias y se ampliaron en general los diferenciales de los créditos en los mercados de capitales. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores, parece que la preocupación por la solvencia de las instituciones financieras no se tradujo en un peor funcionamiento ni en una restricción de la liquidez de los mercados financieros. La explicación se encuentra en alguna medida en la actitud más cauta que habían adoptado los principales operadores hacia los grandes riesgos.

Prosiguieron a buen ritmo los esfuerzos para promover a largo plazo un sistema financiero más sólido. Especialmente notables y positivos fueron los realizados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en estrecha colaboración con los supervisores de los mercados emergentes y el sector privado, para elaborar un Acuerdo de Capital que permitiera valorar los riesgos de manera más precisa. Los detalles de este proceso, así como las aportaciones de otros grupos y comités radicados en Basilea, pueden encontrarse en el capítulo dedicado a las actividades del Banco. Por otra parte, bajo los auspicios del Foro sobre la Estabilidad Financiera, se realizaron nuevos progresos en la elaboración de unas normas que pudieran contribuir a la estabilidad financiera y de recomendaciones sobre los problemas que planteaban las instituciones más endeudadas, los centros financieros extraterritoriales y los movimientos internacionales de capitales. Sin embargo, fue en el campo de la aplicación de las normas internacionales en el que se lograron los mayores avances, ya que el FMI y el Banco Mundial hicieron que se prestara mayor atención a su aplicación concreta tanto en las economías de mercado emergentes como en los países industrializados. Aunque la toma de conciencia de los problemas no parezca más que un paso en el camino que lleva a resolverlos, no deja de ser un paso importante.

Asimismo se realizaron algunos progresos en la resolución de las diferencias de opinión sobre los procedimientos adecuados para gestionar y resolver las crisis de liquidez y de deuda pública. Estas cuestiones ocuparon de nuevo el primer plano a raíz de la ayuda concedida recientemente por el Fondo a Argentina y a Turquía. Varios ejemplos ocurridos durante el periodo examinado también indicaron que la reestructuración de la deuda soberana, al menos la que afectaba a los bonos emitidos por países de menor tamaño, podría gestionarse con más éxito de lo previsto si existía una disposición a aplicar las cláusulas de salida y de acción colectiva a los contratos de bonos

vigentes. Por otra parte, dado que en este momento parecía mayor la posibilidad de llegar a acuerdos ordenados de refinanciación con una importante participación del sector privado, es posible que estas experiencias contribuyeran a inclinar la balanza, aunque sólo fuera levemente, en favor de la adopción de un enfoque menos intervencionista en las crisis de la deuda soberana.