

VIII. Conclusiones: ¿es el pasado reciente el prólogo?

El año pasado todas las miradas se volvieron hacia Estados Unidos cuando el crecimiento de su economía, la mayor y más dinámica del mundo se desaceleró bruscamente en el segundo semestre. Por otra parte, la respuesta al interrogante que lógicamente se plantea “¿hacia dónde vamos?” cobró más importancia al no dar muestras Japón de experimentar una recuperación duradera y al desacelerarse la actividad en otros países. Estos acontecimientos confirman que el ciclo económico no ha desaparecido, pero además indican de modo irrefutable que, por definición, los expertos en predicciones que se limitan a extrapolar el pasado reciente no aciertan a determinar los puntos de inflexión. Esta lección se aplica tanto a los banqueros, en su intento de prever las futuras pérdidas que pueden ocasionar los préstamos, como sin duda alguna a los economistas.

Estos acontecimientos también suscitaron un debate sobre las limitaciones de una serie de recetas de política económica que siguen gozando de un respaldo general. Parece cada vez más claro que una tasa de inflación reducida, por muy deseable que sea en todo momento, no resulta suficiente para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera. Asimismo, el hecho de contar con un sistema bancario sólido no impide que otros factores provoquen convulsiones financieras de carácter perturbador. Por último, cada vez es más evidente que las autoridades monetarias y las responsables de la regulación financiera no pueden cumplir satisfactoriamente su misión sin entablar un diálogo eficaz tanto en el plano nacional como internacional. Lamentablemente, estas nuevas ideas sólo llevan a la vieja conclusión de que las cosas siempre son más complejas de lo que parecen a primera vista.

Predecir las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Estados Unidos es una tarea complicada debido a la coexistencia de paradigmas diferentes, dotados todos de cierto grado de verosimilitud. El primero, que gira en torno a la oferta, remite al argumento de la “nueva era”, haciendo hincapié en la elevación del potencial de crecimiento de Estados Unidos, en el incremento de los beneficios subyacentes que justifica la subida de los precios de los activos y en la mayor capacidad de las empresas para evitar las grandes fluctuaciones de las existencias. Se trata esencialmente de una hipótesis de aterrizaje suave que implica una recuperación en forma de V. El segundo se centra más en la demanda, por lo que recuerda en cierta medida a Keynes. Según este paradigma, con independencia de la evolución positiva de la oferta en Estados Unidos, la demanda agregada ha crecido durante demasiado tiempo y a un ritmo excesivamente veloz. La corrección de este género de excesos siempre ha entrañado desde la Segunda Guerra Mundial

un periodo de crecimiento inferior a lo normal, incluso en los casos en los que la inflación no era alta. El tercer paradigma resalta la importancia a la vez de la oferta y de la demanda y hunde sus raíces intelectuales en la corriente de pensamiento europea nacida antes de la guerra. Un ciclo comienza con una aceleración del crédito y con un optimismo justificado posiblemente por la aparición de nuevas tecnologías, que desencadenan un “optimismo excesivo” y también un exceso de inversiones, para terminar con una caída de los beneficios que repercute en los precios de las acciones y afecta, en última instancia, a la capacidad del sistema financiero para respaldar el nuevo gasto. Es evidente que esta última hipótesis implicaría un aterrizaje más brusco, incluso sin haber ido precedido de un grado significativo de inflación agregada.

Cualquiera que sea el paradigma que se suscriba, es probable que la evolución registrada en Estados Unidos afecte a otros países con mayor intensidad que en el pasado y viceversa. Por lo que se refiere a la economía real, las relaciones comerciales han aumentado durante décadas. En fecha más reciente, los movimientos de inversión extranjera directa y, en particular, las fusiones y adquisiciones han amplificado considerablemente el papel de las empresas multinacionales, cuyos beneficios consolidados reflejan cada vez más la evolución de la actividad en todo el mundo. Por otra parte, la creciente complejidad de la oferta internacional de productos de alta tecnología motiva que los ciclos del producto inherentes a este sector en rápida expansión produzcan poderosos efectos en casi todos los países. La misma mejora de las comunicaciones ha facilitado la propagación internacional de los cambios del estado de opinión y de la confianza, con la consiguiente repercusión en el consumo y la inversión.

Los mercados de capitales, cuyas dimensiones y alcance han aumentado extraordinariamente en los últimos años, se suman a estas conexiones internacionales. Los tipos de los bonos, los precios de las acciones, los diferenciales crediticios y las primas de riesgo han mostrado una creciente tendencia a evolucionar de manera similar en los diversos mercados, siguiendo por lo general la pauta que marca Estados Unidos. Por otra parte, estas conexiones aumentan la probabilidad de que cualquier falla de funcionamiento de un mercado se manifieste con rapidez en los demás. Esas conexiones, aparte de su evidente importancia intrínseca, implican además que la diversificación del riesgo en los mercados de capitales podría resultar cada vez más difícil, sobre todo cuando los mercados sufren tensiones, como demuestra la crisis del LTCM. Por último, aunque el proceso de concentración del sector financiero sigue siendo en su mayor parte nacional, el crecimiento de la actividad transfronteriza de los mayores bancos constituye otra vía a través de la cual las perturbaciones pueden transmitirse de unos países a otros.

La existencia de estas conexiones tiene dos implicaciones evidentes. En primer lugar, las políticas nacionales tienen repercusiones fuera de sus fronteras, por lo que resulta legítimo que sean objeto de debate internacional. El retraso en la reestructuración del sistema empresarial y financiero de Japón podría afectar a otros muchos países, especialmente del Este Asiático. Si la

desaceleración de la actividad en Estados Unidos durara más de lo esperado y las autoridades económicas no sostuviesen el crecimiento en Europa, las repercusiones se harían sentir inevitablemente en otros países. Además, es evidente que los medios que se utilizaran en Estados Unidos para atenuar una prolongada desaceleración de la economía, así como la importancia que concedieran las autoridades económicas a las variaciones resultantes de los tipos de cambio, tienen una importancia manifiesta para el mundo, en general, y para quienes han invertido recientemente en Estados Unidos, en particular. En el mismo orden de ideas, las políticas destinadas a aumentar la resistencia de los sistemas financieros nacionales no dejarían obviamente indiferentes a las entidades extranjeras que pueden ofrecer nuevas fuentes de capital de inversión y de conocimientos especializados.

En segundo lugar, la cooperación internacional debe aumentar en intensidad y eficacia. Este objetivo será más difícil de alcanzar si los nuevos gobiernos de Washington y Tokio deciden conceder una atención preferente a sus asuntos internos, si la Unión Europea está demasiado ocupada con las cuestiones derivadas de su ampliación y si las autoridades económicas de los mercados emergentes evitan toda cooperación por sentirse marginadas de los procesos centrados en los países industrializados. También es cada vez mayor el riesgo de que si no se gestionan eficazmente las implicaciones menos deseables de la globalización, los acontecimientos podrían inclinarse en la dirección contraria. Recurrir en exceso a soluciones de carácter regional es una posibilidad y recurrir a un proteccionismo declarado es otra que sigue siendo una opción viable para muchos. Si la emergencia de fricciones comerciales latentes desde hace tiempo o el empeoramiento de la situación económica hacen aflorar estas tendencias, será necesario oponerse a ellas firmemente para no poner en peligro las mejoras económicas conseguidas en las últimas décadas.

Políticas destinadas a promover la estabilidad macroeconómica y el crecimiento

Una gestión adecuada de la política económica exige saber no sólo cuál es el objetivo a perseguir sino también la forma de alcanzarlo. En el momento de enviarse a imprenta este informe anual, ambas cuestiones estaban rodeadas de incertidumbre. Muchos observadores estiman que una rápida recuperación del gasto y del crecimiento en Estados Unidos resulta deseable, puesto que evitaría una desaceleración prolongada y materializaría el potencial que ofrece la nueva economía. Por otra parte, es posible acumular argumentos a favor de la idea de que la obtención de este resultado es factible, aunque probablemente necesitase en alguna medida el apoyo de la política económica. Los consumidores cuentan aún con un volumen de activos mucho más abultado que el de sus pasivos. Los analistas bursátiles todavía esperan que los beneficios vuelvan a registrar tasas de crecimiento de dos dígitos y que la inversión aumente en consonancia. La persistente fortaleza del dólar y las grandes entradas de capital a Estados Unidos parecen constituir otro motivo para el optimismo.

Otros observadores ponen en duda, sin embargo, tanto la conveniencia como la probabilidad de una recuperación tan rápida. En la economía estadounidense hay muchos desequilibrios financieros perfectamente identificados, entre los que se encuentran los niveles de endeudamiento sin precedentes, tanto de los consumidores como de las empresas, y la creciente deuda externa; por este motivo, hay quienes arguyen que posiblemente el mejor resultado vendría de la mano de una recuperación y una expansión moderadas, ya que permitirían atenuar gradualmente los desequilibrios y evitar una recaída aún más brusca. Las dudas sobre si la tasa de crecimiento del producto potencial se ha acelerado realmente tanto como algunos sostienen reforzarían esta conclusión. Si este crecimiento ha sido inferior, una sólida recuperación podría reavivar más fácilmente las presiones inflacionarias.

Quienes consideran prudente evitar una recuperación brusca, quizá vean con buenos ojos que los propios desequilibrios financieros hagan menos probable este resultado. Asimismo parece haber otras fuerzas que actúan en el mismo sentido, quizá con bastante intensidad. Los precios de las acciones han bajado mucho pero, según la mayoría de los métodos tradicionales de valoración, parece que su valor sigue siendo excesivo. El elevado volumen de bienes de consumo duraderos comprados recientemente y la inversión en equipamiento, especialmente informático, generadora de pérdidas, bien podrían llevar a posponer la realización de nuevos gastos. Si la demanda descendiera, la aceleración del crecimiento de la productividad se traduciría en una disminución del número de horas trabajadas y en un aumento del desempleo, lo que repercutiría negativamente en la confianza de los consumidores. El sector financiero, por su parte, una vez que comienza a centrar la atención en los riesgos a los que está expuesto a consecuencia de los menguantes beneficios de las empresas, podría también mostrarse reticente a financiar nuevos planes de gasto durante algún tiempo.

La Reserva Federal creyó inicialmente que el saldo de estos riesgos sería negativo. A principios de enero de este año comenzó un proceso muy intenso de recorte de los tipos de interés que continuó hasta mediados de mayo. Aunque se temía que los elevados niveles de endeudamiento y el endurecimiento de los criterios para la concesión de préstamos limitaran los efectos de estas medidas, la percepción de que había margen para realizar nuevos recortes si se consideraba necesario aminoró este temor. La bajada de los tipos de referencia a largo plazo hasta marzo del 2001 concuerda con esta expectativa, así como con la creencia de que la Reserva Federal no se sentiría condicionada por un aumento significativo de las presiones inflacionarias. Sin embargo, a partir de ese momento se ha manifestado con más insistencia la preocupación por la inflación, puesto que los tipos a largo plazo han sobrepasado los niveles en que se encontraban con anterioridad al inicio del proceso de relajación de la política monetaria. La subida de los salarios, la desaceleración del crecimiento de la productividad, la persistente escasez de energía y las consecuencias de una posible caída del dólar para la inflación han constituido motivos de inquietud.

En las perspectivas a corto plazo de la economía de Estados Unidos también influirá el contenido definitivo del programa de reducción de impuestos propuesto por la nueva administración. El Congreso ya ha aprobado una reducción de 1,25 billones de dólares que se hará efectiva entre el 2002 y el 2011. Sin embargo, se desconoce si en la redacción definitiva de la ley figurará también una reducción impositiva aplicable este año. La conveniencia de esta reducción depende en gran medida de los resultados macroeconómicos previstos. Si la economía se recupera rápidamente, una expansión fiscal inmediata tenderá a empeorar las deficiencias subyacentes del ahorro en Estados Unidos. A la inversa, esta rebaja sería más atractiva si se esperara que la economía se debilite de forma significativa. El problema estriba, por supuesto, en que esta decisión debe adoptarse anticipadamente, basándose en una predicción macroeconómica sumamente incierta.

Lo que puede afirmarse con mucha mayor certeza es que la mejora de las perspectivas de recuperación de los beneficios contribuirá significativamente a contrarrestar cualquier debilidad económica prolongada. Afortunadamente, Estados Unidos cuenta con muchos atributos en este sentido. Los mercados de trabajo y los salarios tienden a ser flexibles y el marco jurídico por el que se rigen la reestructuración de la deuda y la eliminación del exceso de capacidad está perfectamente preestablecido. El sector financiero, aunque comparte la disminución de las expectativas sobre los beneficios, mantiene en general una situación de solidez. Asimismo, se considera ventajoso el hecho de que el exceso de inversión en bienes de capital se concentre principalmente en el sector de tecnología de la información, en el que las tasas de depreciación son rápidas. Por otra parte, desde la crisis del ahorro y del crédito de principios de los años noventa, los responsables políticos han comprendido con más claridad que solucionar expeditivamente los problemas del sector financiero resulta en última instancia mucho menos costoso que permitir su continuación.

No puede decirse que la economía japonesa cuente con estos atributos positivos. Al contrario, la década de reestructuración de los sectores empresarial y bancario ha dejado un legado de continuas bajadas de los precios de las acciones, exceso de capacidad industrial y, sobre todo, perspectivas negativas de beneficios ininterrumpidas. El principal obstáculo para que se produzca un cambio sustantivo sigue siendo el sistema político japonés, basado en la protección de intereses especiales y en la cultura de obligaciones mutuas. El programa actual de estímulos y garantías fiscales para apoyar la economía, aunque inicialmente concebido como temporario, se ha venido utilizando cada vez en mayor medida como un sustituto de medidas políticamente dolorosas que pondrían en peligro la supervivencia de muchas empresas y elevarían temporalmente la tasa de desempleo. Aunque actualmente se habla con mayor insistencia de adopción de medidas más enérgicas bajo la dirección del nuevo primer ministro, éstas sólo cristalizarán cuando se alcance un consenso político para acometer un verdadero cambio.

Lamentablemente, otro problema es que cuanto más se retrase la reestructuración prevista no sólo resultará más gravosa, sino que también

restringirá en mayor medida la capacidad de las autoridades económicas para aliviar su intensidad mediante estímulos macroeconómicos. En Japón, los tipos de interés oficiales han vuelto de hecho a cero y, al mantenerse la tendencia descendente de los precios, los tipos de interés reales han adquirido de nuevo signo positivo. Por otra parte, los sucesivos programas fiscales han elevado la relación entre la deuda y el PNB por encima del 120%. No obstante, si se llevaran a cabo reformas estructurales con visión de futuro, quizá mereciera la pena asumir mayores riesgos en ambos frentes de la política económica para conseguir que los incrementos de la demanda amortigüen el aumento del desempleo resultante.

El Banco de Japón ha mostrado en el pasado su disposición a adquirir una gama de activos más amplia de lo normal y no debería descartarse que la ampliase aún más si el gobierno ofreciera garantías que preservaran la independencia del banco central en caso de pérdidas eventuales ocasionadas por los créditos. También podría considerarse la posibilidad de realizar operaciones de compras de activos denominados en divisas que no se esterilicen, aunque evidentemente tendrían que tenerse en cuenta simultáneamente los intereses de otras autoridades nacionales. El compromiso reciente de no subir los tipos oficiales hasta que el IPC dejara de bajar resultó de gran utilidad. Sin embargo, también sería conveniente considerar la posibilidad de adoptar de forma más explícita un objetivo de nivel de precios o de inflación. Este régimen permitiría al público prever una recuperación significativa de los precios y, por lo tanto, unos tipos de interés reales negativos, al tiempo que produciría un efecto tranquilizador al mostrar que las autoridades no permitirían que las subidas de los precios escaparan a su control, como ocurrió en circunstancias similares en los años treinta.

La conveniencia de adoptar nuevas medidas de estímulo fiscal depende del equilibrio deseado entre las exigencias a corto plazo y la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a más largo plazo. La necesidad a corto plazo de adoptar este tipo de medidas vendrá determinada en parte por la evolución de la confianza relacionada con el proceso de reestructuración. Por una parte, las pérdidas de empleo resultantes podrían mermar esta confianza pero, por otra, un derrotero claramente fijado en lugar de un avance a la deriva podría producir el efecto contrario. Naturalmente, si el aumento del gasto en la red de seguridad social pudiera financiarse reduciendo las inversiones improductivas en el sector público, podrían conseguirse ventajas materiales incluso sin variar la orientación de la política fiscal. Por lo que se refiere a la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a más largo plazo, resulta obvia la necesidad de elaborar lo antes posible un plan creíble para abordar este problema. Lo que resulta más difícil de aceptar es, sin embargo, la conveniencia de iniciar este proceso en un momento en el que es necesario llevar a cabo una reestructuración en Japón y en el que la economía mundial está desacelerándose al mismo tiempo.

Los problemas a que se enfrentan las autoridades económicas de la zona del euro parecen insignificantes en comparación con los dilemas que acosan a las de Estados Unidos y de Japón. Aparentemente no existen grandes desequilibrios financieros que afecten a los consumidores, a las empresas o a

los gobiernos. Por otra parte, en muchos países se han realizado progresos notables, aunque no ostensibles, en la mejora de la eficiencia de los mercados de trabajo y de productos y en la introducción de otras reformas estructurales con el fin de conseguir una asignación de los recursos más eficiente a lo largo del tiempo, lo que no significa que no haya necesidad de nuevas reformas. Los regímenes tributarios han elevado artificialmente el costo del trabajo y la carga fiscal sigue siendo muy elevada, algunos sectores aguardan urgentemente un mayor grado de liberalización y cada vez existe mayor conciencia de que el incremento potencial de la productividad generado por la nueva tecnología sólo cristalizará con la ayuda de una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y una formación más especializada.

Una indicación de los problemas subyacentes que afectan a los mercados europeos es la escasez de mano de obra cualificada que comenzó a manifestarse a medida que proseguía la expansión y que determinó que la inflación se mantuviera persistentemente por encima del objetivo anunciado por el Eurosistema. Fue esta última consideración, unida a la impresión de que todo lo demás marchaba bien, lo que contribuyó a explicar la actitud de “esperar y ver” del Eurosistema ante los indicios cada vez más evidentes de desaceleración económica. Además, muchos bancos centrales nacionales de la zona del euro han mostrado tradicionalmente una clara preferencia por la adopción de una estrategia de política monetaria a medio plazo, evitando así lo que consideran una política excesivamente activista. Cualesquiera que sean las ventajas de estos puntos de vista, las autoridades económicas europeas permanecieron abiertas a la posibilidad de que las perspectivas económicas de la zona del euro estén ahora más ligadas a las de otras regiones que en décadas anteriores. En consecuencia, relajaron ligeramente la política monetaria a mediados de mayo. También deberían estar dispuestas a relajarla en mayor medida en caso de que determinadas fuerzas, ya sean de ámbito mundial o local, provocaran una reducción adicional de las presiones inflacionarias.

Una posible fuente de presiones desinflacionarias en la zona del euro podría provenir de una apreciación significativa del euro, quizá tanto frente al dólar como frente al yen. Este resultado tendría, desde luego, consecuencias inflacionarias para Estados Unidos y entrañaría una reducción de las presiones desinflacionarias en Japón. El razonamiento en que se apoya este escenario no tiene por qué ser más complejo que la previsión de una inversión de la debilidad del euro, cuya magnitud y duración nunca han sido fáciles de explicar. Aun así, un argumento complementario a favor de la fortaleza del euro se basa en la presunción de un periodo prolongado de crecimiento relativamente más rápido en Europa, debido sobre todo a una mayor vacilación del avance del crecimiento en Estados Unidos y en Japón. Sin embargo, el hecho de que el euro no consiga subir de forma estable frente al dólar, incluso a pesar de que estos supuestos macroeconómicos parecen cada vez más verosímiles, sugiere un escenario alternativo. Si el dólar mantiene su fortaleza, bien porque los mercados esperan una brusca recuperación del crecimiento en Estados Unidos, bien porque el dólar se considera un refugio en épocas de dificultades, el déficit por cuenta corriente

de este país continuará siendo elevado, lo cual podría traducirse en un ajuste del tipo de cambio aún más acusado en el futuro.

Resulta incluso más difícil predecir el desarrollo de la trayectoria en lo que se refiere a la relación dólar/yen. No obstante, parece existir una creciente disposición tanto en Japón como en Estados Unidos a tolerar una depreciación del yen, siempre que se produzca gradualmente y vaya ligada a la aplicación de reformas estructurales sustantivas en Japón que mejoren las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, no puede descartarse el peligro evidente de que este proceso escape al control de las autoridades habida cuenta de que la expansión de las importaciones está provocando ya una reducción del superávit comercial de Japón, los tipos de interés son, de hecho, cero y de que la solidez de las instituciones financieras resulta cada vez más cuestionable. Si la debilidad del yen provocara una subida de los tipos de interés en Japón, lo que tendría repercusiones para los bancos que han adquirido posiciones considerables en bonos del gobierno japoneses, sus consecuencias podrían hacerse sentir incluso en la estabilidad financiera nacional. Otra consecuencia negativa sería un aumento de las presiones proteccionistas en Estados Unidos, donde la posición comercial bilateral con Japón es una antigua cuestión política. Y, obviamente, tampoco puede ignorarse el peligro de que se lleven a cabo devaluaciones competitivas en Asia, incluida posiblemente China. En última instancia, la reciente crisis asiática fue provocada en parte por la fortaleza del dólar frente al yen durante 1996 y 1997.

Afortunadamente, por las razones analizadas en la introducción del presente informe, desde ese momento ha aumentado, en general, la resistencia de la mayoría de los países asiáticos a las perturbaciones surgidas a raíz de las variaciones de los tipos de cambio de las monedas de los principales países industrializados. No obstante, subsisten algunas vulnerabilidades. En muchas de las economías asiáticas de menor tamaño, el crecimiento sigue presentando una excesiva dependencia de las exportaciones, lo que en sí mismo no resultaría perjudicial si no fuera porque en ellas predominan los productos electrónicos destinados a Estados Unidos. Una desaceleración prolongada en ese país, especialmente si viene de la mano de una reducción de la inversión, tendrá indiscutiblemente importantes repercusiones. Por otra parte, dado que China recibe una proporción mayor de las menguantes inversiones extranjeras directas, muchos países asiáticos ya no pueden contar con el efecto amortiguador de esos flujos sobre las perturbaciones.

En esas circunstancias, sería normal recurrir en mayor medida a la demanda interna para estimular el crecimiento y, de hecho, ya se han dado algunos pasos positivos en este sentido. No obstante, el empeoramiento de la situación fiscal de algunos países asiáticos constituye un motivo de creciente preocupación. Este es el caso de China, donde resulta patente la necesidad de mejorar la gestión tributaria, y especialmente de la India. En muchos países, es indispensable asimismo tener en cuenta los continuos costos fiscales de la reestructuración de los sistemas bancarios. Por otra parte, dado que en muchos casos esta reestructuración aún no ha concluido, subsisten las dudas

sobre la capacidad del sistema financiero para crear el crédito que podría requerir una expansión de origen interno. La conclusión evidente es que la reestructuración debería haberse realizado de forma expeditiva y concluyente. Sin embargo, una vez que se ha dejado pasar esta oportunidad, el camino más apropiado a seguir en las presentes circunstancias se perfila con menos claridad. Para algunos la respuesta es muy sencilla: más vale tarde que nunca. Sin embargo, también debe señalarse, al igual que en el caso de Japón, que es difícil imaginar un momento menos propicio para llevar a cabo las reformas estructurales necesarias.

Las vulnerabilidades de los otros grandes mercados emergentes son de naturaleza bien distinta. Los países de América Latina presentan, en general, menor apertura al comercio y, por lo tanto, menor vulnerabilidad a un descenso de la demanda en otros países. Aunque México es un caso aparte en cierto sentido, en razón de sus extensos y crecientes vínculos comerciales con Estados Unidos, existe la esperanza de que debido a estas circunstancias se beneficiará progresivamente de la inversión extranjera que busca una fuente de producción de bajo costo. Tampoco parece que la persistente fortaleza del dólar perjudique de forma significativa a la mayoría de los países latinoamericanos, con la clara excepción de Argentina, aun cuando muchos presenten elevados déficit estructurales por cuenta corriente. Aunque los países exportadores de petróleo de la región se han beneficiado de la subida del precio del crudo, casi todos han experimentado un considerable incremento del gasto de consumo y de las importaciones. Hasta ahora, han satisfecho sus necesidades de financiación mediante cuantiosas entradas de inversión extranjera directa. Sin embargo, siguen siendo muy vulnerables a cualquier cambio de opinión de los mercados financieros internacionales, en particular a la posibilidad de que una desaceleración mundial genere un aumento generalizado de la reticencia a asumir riesgos. Ya ha habido varios periodos en los que obtener financiación en los mercados internacionales de bonos ha resultado muy costoso o incluso imposible. Muchos países latinoamericanos han realizado notables progresos en la privatización y la liberalización de sus economías, reduciendo la inflación a niveles bajos y adoptando medidas legislativas que establecen un marco monetario y fiscal sostenible. En la medida en que estos marcos a largo plazo ofrezcan mayor credibilidad, disminuirán los recelos de los inversionistas extranjeros y se mostrarán más dispuestos a aceptar las medidas a corto plazo destinadas a mantener la solidez de la demanda ante las perturbaciones mundiales. Los problemas a los que actualmente se enfrenta Argentina, que repetidamente ha incumplido su compromiso de llevar a cabo reformas laborales y fiscales de carácter sustancial, constituyen una elocuente prueba de ello.

En el resto del mundo, no es difícil detectar desequilibrios macroeconómicos, pero su entidad es, por lo general, menor que la de los problemas estructurales subyacentes que impiden el crecimiento. En Turquía, al igual que en una gran parte de África, así como en Rusia y en los demás países de la CEI, el problema esencial continúa estando relacionado con la gestión política y empresarial. A falta de una legislación adecuada y un poder judicial independiente, los derechos de propiedad no siempre están

garantizados y la corrupción es un mal endémico. En estas circunstancias tan desfavorables, agravadas por la casi total ausencia de una infraestructura financiera en muchos países, no resulta sorprendente que el ahorro y la inversión internos continúen en niveles muy reducidos y que la inversión extranjera directa apenas haya aumentado. Aunque resolver estas cuestiones fundamentales llevará muchos años, hay que elogiar la tarea del Banco Mundial y del FMI por llamar cada vez más la atención de todo el mundo sobre estos problemas.

Por último, también es necesario llevar a cabo reformas de naturaleza estructural en muchos países de Oriente Medio y de Europa Central. En el primer caso, resulta indispensable realizar esfuerzos para diversificar la estructura de producción de la economía local y reducir su dependencia de la inmigración de trabajadores cualificados. En los países exportadores de petróleo, es de esperar que la persistencia de los elevados precios del petróleo proporcione el impulso financiero necesario para realizar esta transición en lugar de convertirse en una fácil excusa para posponerla. Y en Europa Central, debería prestarse más atención al problema del desempleo estructural, así como a la dependencia de cuantiosas entradas de capital para financiar los elevados déficit comerciales. Es de esperar que las profundas reformas estructurales que ya se han acometido en la región contribuyan a mantener estos flujos de entrada. No obstante, también deben adoptarse medidas para garantizar el mantenimiento de la estabilidad financiera en caso de que se invierta la dirección de estos flujos.

Políticas destinadas a promover la estabilidad financiera

A la hora de elaborar los instrumentos legislativos y regulativos en materia financiera, se presenta una conocida disyuntiva entre seguridad y eficiencia. Sin embargo, los acontecimientos recientes inducen a pensar que esta disyuntiva tiene un componente dinámico y otro estático. Parece que los sistemas que conceden mayor importancia al mercado son más propensos a facilitar el capital inicial necesario para llevar a cabo innovaciones que intensifiquen el crecimiento de la productividad con el paso del tiempo. Al mismo tiempo, estos sistemas pueden suministrar un exceso de crédito, y financiar así proyectos a los que cabría oponer reservas, intensificando además artificialmente la competencia para los proyectos de mejor calidad. En consecuencia, tanto los préstamos promisorios como los de naturaleza dudosa pueden convertirse en créditos fallidos a expensas del prestamista y de la solidez del sistema financiero. De aquí que las políticas destinadas a promover la estabilidad financiera deban sopesar los beneficios de una aceleración del crecimiento secular y los costos de unos ciclos económicos más violentos a la hora de corregir los excesos financieros. Atendiendo a esta disyuntiva, resulta difícil determinar cuáles son las políticas globales óptimas para promover la estabilidad financiera, sobre todo en un mundo en el que las preferencias nacionales siguen siendo muy diferentes. No obstante, es posible identificar y aplicar algunas medidas que podrían ayudar a resolver esta disyuntiva.

En la práctica, las políticas encaminadas a promover la estabilidad financiera tienen algunas dimensiones diferentes. Un aspecto importante consiste en la identificación de las vulnerabilidades derivadas de la reciente evolución macroeconómica. También resulta necesaria la identificación de las nuevas tendencias y productos a fin de predecir su posible repercusión en la estabilidad financiera. Y por último, es indispensable encontrar la manera de reforzar cada una de las tres plataformas básicas que sustentan el sistema financiero internacional: las instituciones financieras, el funcionamiento del mercado y la infraestructura subyacente. Durante el periodo examinado, se han producido avances importantes en todos estos ámbitos.

Por lo que se refiere a la cuestión de las vulnerabilidades del presente, es conveniente recordar que el sistema financiero mundial ha atravesado un largo periodo de liberalización y de consolidación, por lo que su grado de sumisión a las fuerzas del mercado, de globalización e interconexión así como su ritmo de evolución son más intensos que en el pasado. Estas características dificultan por sí mismas la localización de las fuentes de vulnerabilidad así como de la forma de controlarlas. Aun con ello, es necesario plantearse el siguiente interrogante: dada la prolongada fase reciente de expansión económica asociada a un rápido crecimiento del crédito y de una subida de los precios de los activos, ¿podría una desaceleración de la actividad poner al descubierto vulnerabilidades del sistema financiero capaces de acentuar sus efectos en la evolución de la economía real?

Existe una corriente de opinión que resta importancia a esta posibilidad. En el pasado, los excesivos precios de la propiedad inmueble han constituido por lo general la principal fuente de fragilidad financiera, sin embargo durante la expansión más reciente han permanecido en niveles relativamente moderados. Por otra parte, los tipos oficiales comenzaron a subir a mediados de 1999. Desde este momento, el descenso de los precios de las acciones ha reducido las valoraciones globales en 10 billones de dólares, lo que representa un tercio del PIB mundial. Los diferenciales crediticios también han aumentado significativamente, sobrepasando en muchos casos los niveles observados a finales de 1998, debido a más estrictos criterios para la concesión de préstamos. No obstante, a pesar de la duración y de la magnitud de estas perturbaciones, los mercados han continuado funcionando satisfactoriamente y sin indicios de tensiones financieras.

Otra serie de argumentos llevan a una conclusión menos tranquilizadora. La desaceleración de la actividad económica y del crecimiento de los beneficios es, en realidad, muy reciente. Todo depende de lo que ocurra en los meses venideros. Además, aunque el grado de riesgo asumido por las instituciones financieras frente a determinadas regiones y sectores —por ejemplo, Argentina, Turquía y las empresas tecnológicas— parezca controlable, es necesario examinar más atentamente los riesgos conjuntos. Resulta gratificante el hecho de que en los últimos años las principales instituciones financieras hayan recurrido con mayor frecuencia a simulaciones de crisis para determinar las maniobras a realizar frente a situaciones extremas pero posibles y para protegerse de sus eventuales consecuencias. No obstante, queda aún por ver si han prestado la debida atención a la

evolución de la interacción conjunta del riesgo crediticio, del riesgo de mercado y del riesgo de liquidez durante los periodos de dificultades. Resulta positivo que las autoridades supervisoras, conscientes de dichas interacciones, hayan, en general, extremado su cautela y muestren mayor disposición a preguntarse “¿qué ocurriría si...?”.

Por lo que se refiere a las nuevas tendencias del sector financiero que podrían influir sobre la estabilidad financiera, el rápido avance de las nuevas técnicas de transferencia del riesgo crediticio posiblemente haya sido la más importante. Por una parte, es de esperar que, entre otros beneficios, estas técnicas proporcionen una mejora de la gestión del riesgo al aprovechar las ventajas comparativas de su asunción. Además, a medida que progresa el desarrollo de mercados líquidos, sus agentes adquirirán mayor capacidad para fijar adecuadamente el precio de la aceptación del riesgo crediticio, lo que supondrá ventajas enormes, quizá revolucionarias. Por otra parte, algunos aspectos de esta tendencia suscitan motivos de inquietud relacionados con la supervisión. Estas transacciones podrían reducir la transparencia de la distribución del riesgo dentro del sistema, y podrían tanto concentrarlo como dispersarlo. Otra cuestión es la creciente participación de las compañías de seguros, lo que no resulta sorprendente puesto que la naturaleza de la mayoría de estos instrumentos para transferir el crédito es similar a la de las pólizas de seguros. De ahí la necesidad de una colaboración más estrecha entre las autoridades responsables de la supervisión bancaria y del sector de los seguros a fin de impedir el eventual crecimiento del arbitraje regulativo y garantizar la adecuada vigilancia y la correcta fijación del precio de los riesgos. Por último, al igual que con todos los instrumentos de nueva creación, conviene indagar la idoneidad de la documentación que los respalda además de su base jurídica. Al igual que en el caso de la liquidación por compensación, los instrumentos de inversión específicos así como otras muchas innovaciones recientes, las incertidumbres de carácter jurídico sólo pueden resolverse definitivamente en los tribunales. Entretanto, lo único que puede preverse con seguridad es que un empeoramiento de la situación económica provocará una proliferación de litigios. Por tanto, las autoridades supervisoras deberían investigar las concentraciones de exposición a los riesgos jurídicos conocidos, ya que, como ha demostrado una reciente sentencia en Estados Unidos, las cantidades en juego pueden ser muy cuantiosas.

Pasando, por último, a las medidas destinadas a reforzar los cimientos del sistema financiero internacional, se han realizado grandes esfuerzos para mejorar la gestión del riesgo en los bancos, las compañías de seguros y las sociedades de inversión. Se ha prestado especial atención al conjunto revisado de propuestas para un Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea difundido en enero de este año. El acuerdo inicial de 1988 contribuyó a elevar los niveles de capitales en todo el mundo. Al basarse en un reducido número de categorías específicas de ponderación del riesgo, ofrecía la ventaja de la simplicidad de su aplicación y fue adoptado rápidamente como norma en todo el mundo. Sin embargo, con el paso del tiempo, sus deficiencias se han hecho más evidentes. Debido a que créditos de diferente calidad recibían el

mismo tratamiento normativo, existía un incentivo para eliminar del balance los préstamos de buena calidad crediticia con el fin de incrementar la tasa global de rendimiento. Por otra parte, a medida que aumentó la complejidad de los métodos aplicados por los bancos para la valoración interna del riesgo, quedó más claro que las exigencias normativas del acuerdo inicial tenían cada vez menos capacidad para cubrir adecuadamente los riesgos subyacentes realmente asumidos.

El nuevo acuerdo aborda estas cuestiones en profundidad, por lo que resulta inevitablemente más complejo. En particular, ofrece diversas opciones para calcular las exigencias mínimas de capitales y trata de proporcionar incentivos a los bancos para que mejoren continuamente su capacidad de gestión interna del riesgo. Todas las opciones presentadas coinciden en una mayor diferenciación entre los préstamos de diferente calidad, por lo que se prevé que la exigencia de capitales en relación con un préstamo determinado podría variar con el paso del tiempo, ya que el nivel valorado de riesgo varía a medida que cambian las circunstancias. Por primera vez, las propuestas abordan también la cuestión del riesgo operativo, que está cobrando claramente una creciente importancia. Por último, estas propuestas subrayan asimismo la importancia del proceso de supervisión, en particular, la revisión de los procedimientos bancarios de valoración interna del riesgo, así como la necesidad de que los bancos incrementen el grado de transparencia en lo que se refiere a su perfil de riesgo y a sus transacciones. En este último caso, se parte del supuesto de que la disciplina de mercado, basada en esta comunicación de información, fomentará la aplicación de criterios de prudencia.

El conjunto de estas propuestas constituye un importante paso hacia delante. No obstante, a medida que se aproxima su entrada en vigor, prevista para el 2004, las autoridades supervisoras, junto con el sector empresarial, aún tendrán que ultimar algunos detalles importantes. Una cuestión pendiente de resolución es la posibilidad de que la valoración interna del riesgo de los bancos varíe excesivamente a lo largo del ciclo económico y provoque una disminución poco deseable del nivel de capitales durante las fases de expansión y un aumento durante las de recesión. La tendencia a utilizar métodos de medición basados en horizontes temporales relativamente cortos y técnicas que de hecho extrapolan el pasado reciente podría fomentar este comportamiento. Afortunadamente, el proceso de supervisión permite resolver estas cuestiones prácticas referidas a la medición del riesgo y a los capitales, siempre que las autoridades supervisoras dispongan de los recursos, los conocimientos y la competencia necesarios para velar por el cumplimiento de estas disposiciones. Probablemente, en especial para los supervisores de muchas economías de mercado emergentes, esto constituya una tarea ardua.

Una cuestión estrechamente relacionada con la anterior y que afecta al funcionamiento de todas las instituciones financieras se refiere a las propuestas recientes para generalizar la utilización de una contabilidad basada en la correcta valoración contable. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, se arguye que mejoraría la disciplina de mercado al aumentar el grado de transparencia de los estados financieros y reflejar de manera más

fidedigna la situación financiera de las empresas. En particular, permitiría reconocer inmediatamente las ganancias y las pérdidas provocadas por las variaciones de los tipos de interés y por las alteraciones de la calidad del crédito. Otros temen, por el contrario, que los beneficios netos y las valoraciones sean excesivamente volátiles de un periodo a otro y registren fluctuaciones demasiado acusadas a lo largo del ciclo económico, lo que podría introducir en el sistema financiero un sesgo procíclico más pronunciado del que se cree que presenta actualmente.

Dadas las dificultades que puede plantear el sistema de la correcta valoración contable, se ha sugerido una solución intermedia consistente en la adopción de un método de provisiones para riesgos con mayor capacidad de previsión para hacer frente a las pérdidas por impago de los préstamos. Conforme a las reglas contables en vigor, las provisiones para riesgos normalmente disminuyen en fases de expansión económica y sólo aumentan en las de desaceleración. Las provisiones para dificultades futuras permitirán reconocer con mayor antelación las pérdidas crediticias previstas, al tiempo que aumentarán la probabilidad de que se disponga de los recursos necesarios para hacer frente a los préstamos impagados en una fase de desaceleración. Lamentablemente, esta solución intermedia tampoco está exenta de dificultades. La principal es el grado de subjetividad inherente a este tipo de provisión, que permite a los bancos manipular sus cuentas por razones fiscales o de otra índole. Por otra parte, si las variaciones de la calidad del crédito a lo largo del ciclo económico no se reconocieran con la debida antelación, es posible que la provisión de fondos preventiva no tuviera ningún efecto en la práctica. A pesar de estas dificultades, resulta conveniente examinar más detenidamente este método, al igual que las propuestas para que las autoridades supervisoras exijan algún tipo de provisión automática desde el momento en que se concede un préstamo.

Aparte de la solidez de las instituciones, la segunda condición fundamental para la estabilidad del sistema financiero es el funcionamiento eficiente de los mercados de capital. Durante el periodo examinado, muchos temían que algunos cambios estructurales y de otra índole pudieran reducir la liquidez del mercado, en lo que se refiere a la capacidad para realizar operaciones de gran volumen sin afectar significativamente a los precios. Entre estos cambios se encuentran la patente reducción y concentración del capital de riesgo dedicado a la creación de mercado, la retirada de fondos de cobertura de las actividades de arbitraje, la estandarización de las prácticas de gestión del riesgo utilizadas por las distintas empresas, la creciente utilización de corretaje electrónico (en el que generalmente no hay creadores de mercado) y la reducción de la oferta de deuda pública "libre de riesgo". De hecho, las perturbaciones más recientes no han producido en el funcionamiento del mercado el efecto negativo que se observó en 1990 y en el tercer trimestre de 1998. Sin embargo, también debe tenerse presente que en las perturbaciones anteriores intervino un elemento de gran relevancia en relación con el crédito: el hundimiento de Drexel Burnham Lambert y la situación próxima a la quiebra de LTCM, dos operadores con posiciones muy fuertes. Puesto que últimamente no se han dado circunstancias similares,

podría ser que la disponibilidad de liquidez en caso de emergencia no se haya visto sometida a examen. A la inversa, también podría argumentarse que estos episodios anteriores provocaron una reducción de la utilización del apalancamiento que ha hecho por sí sola que los mercados tengan menos tendencia a contraerse en los periodos de dificultades.

Aunque no existan aún respuestas definitivas, se han propuesto algunas sugerencias de orden práctico para ayudar a los mercados financieros a continuar funcionando satisfactoriamente. Es de esperar que el avance de los progresos realizados en la elaboración y la aplicación de normas en materia de garantías y documentación aumenten la capacidad del mercado de *swaps* para asumir muchas de las funciones que antes realizaban los bonos del Estado. En Europa, la aplicación inmediata de las recomendaciones del informe Lamfalussy produciría el efecto positivo de una mayor integración de los mercados que actualmente están fragmentados. Además, dado que la experiencia ha mostrado la rapidez con que las inquietudes relativas al riesgo de contraparte pueden repercutir en la liquidez de los mercados, debería fomentarse la adopción de nuevas medidas para mejorar la comunicación de información. Por último, se está instando a las grandes instituciones financieras, especialmente a las que podrían considerarse proveedoras de liquidez en los momentos de dificultades, a realizar simulaciones de crisis con el riesgo de liquidez con idéntico rigor con que se realizan frecuentemente en relación con el riesgo de mercado y el riesgo crediticio.

La tercera plataforma necesaria para sustentar la estabilidad del sistema financiero es una infraestructura financiera adecuada. Además de los fundamentos contables y jurídicos ya mencionados, una condición esencial es la existencia de sistemas de pago y liquidación cuyo funcionamiento no se vea afectado por las tensiones a las que se vean sometidos. En los últimos años se han realizado grandes avances en el ámbito de los sistemas de pagos de elevada cuantía, especialmente la introducción generalizada de la liquidación bruta en tiempo real. Por otra parte, la publicación de los *Principios Básicos para los Sistemas de Pagos Sistémicamente Importantes* ha facilitado al FMI y al Banco Mundial un conjunto de pautas de gran utilidad para aplicar en los países de todo el mundo. Y, por último, se han realizado progresos en la constitución del CLS (Continuous Linked Settlement) Bank con el fin de eliminar definitivamente el riesgo Herstatt de las transacciones de divisas en las principales monedas. Tras veinticinco años de indefinición en atender este riesgo global reconocido, es necesario acometer con firmeza los últimos pasos para alcanzar una solución satisfactoria.

Cooperación en la consecución de la estabilidad financiera

Aunque existen una serie de dificultades en el terreno de la cooperación internacional, hay una cuestión de no menor complejidad que ha de abordarse en el plano interno: ¿Cuál debe ser el papel de las autoridades monetarias y de las autoridades responsables regulativas en lo que se refiere a la estabilidad financiera? Se trata de una cuestión muy debatida incluso en los países en que el banco central es responsable de la supervisión. Sin

embargo, está cobrando mayor importancia en razón de la intensificación de la tendencia a concentrar en agencias independientes la responsabilidad de la supervisión de las instituciones financieras y de los mercados de valores.

Cualesquiera que sea la opinión que esta tendencia merezca, cumple cuando menos la función de mostrar que puede muy bien haber dos enfoques complementarios para abordar el problema de la estabilidad financiera, uno referido a las instituciones individuales y otro al conjunto del sistema. Los métodos de supervisión tradicionales generalmente han considerado que la solidez de cada institución es la clave para mantener la solidez del sistema en su conjunto. En cambio, las autoridades monetarias han tendido a conceder más importancia a la probabilidad de que se produzcan perturbaciones y ciclos que afecten a todo el sistema. Si ambos puntos de vista se consideran válidos, en aras de la prevención de las crisis, parece lógico que exista un diálogo y una cooperación permanentes entre todas las partes afectadas. Los interesados deben intercambiar opiniones sobre las fuentes de vulnerabilidad. Este proceso garantizaría, además, el establecimiento de las vías de comunicación y la confianza entre instituciones necesarias para gestionar las crisis cuando éstas se producen. Los responsables de su gestión deberían acordar de antemano la distribución de las competencias a fin de garantizar que se adoptan las decisiones necesarias en el momento oportuno.

La cooperación internacional en la consecución de la estabilidad financiera está desarrollándose en diversos foros, algunos de creación bastante reciente. De hecho, incluso podría afirmarse que existe en realidad un exceso de diálogo sobre esta materia. Los altos responsables tienen que asistir a un enorme número de reuniones, con el consiguiente peligro de que las repetitivas discusiones dejen en un segundo plano el análisis pertinente y debiliten la voluntad de adoptar medidas concretas para contribuir a prevenir las crisis financieras. El establecimiento del Foro sobre la Estabilidad Financiera suscitó en un principio dudas sobre su posible efecto en la agravación de este problema. En la práctica, sin embargo, ha logrado reunir a los responsables oficiales de los principales mercados financieros para identificar las vulnerabilidades financieras, la duplicación de tareas y los aspectos no tratados en el terreno de la estabilidad financiera así como para fijar objetivos prioritarios. Y, aunque se ha sentido obligado a realizar por sí mismo parte de esta labor, ha recurrido principalmente a los organismos existentes para impulsar el avance del programa de cooperación.

En particular, el Foro sobre la Estabilidad Financiera está dedicando esfuerzos adicionales a fomentar la utilización interna de los códigos y normas acordados a escala internacional para reforzar la estabilidad financiera. El logro de este objetivo demanda, al menos, cuatro pasos: fijar una normativa, evaluar su grado de cumplimiento en cada país, aplicarla, y actualizarla periódicamente a la luz de la experiencia práctica. Aunque se han realizado importantes progresos en cada uno de estos aspectos, gracias a la disposición del FMI y del Banco Mundial a colaborar estrechamente con las comisiones técnicas normativas nacionales, aún queda mucho por hacer. En particular, algunos mercados emergentes continúan dudando de la legitimidad de los códigos elaborados esencialmente por un reducido número

de países desarrollados, y sostienen que, como mínimo, las normas deben reconocer la realidad de los diferentes niveles de desarrollo. Por lo que se refiere a su aplicación, es evidente que las agencias de calificación y los prestamistas deben adquirir un mejor conocimiento de los códigos existentes que les permita utilizarlos como referencia para recompensar a quienes los cumplen. Asimismo, resulta evidente que muchas economías de mercado emergentes necesitarán asesoramiento técnico a gran escala.

Igualmente es necesaria la conclusión de nuevos análisis y acuerdos sobre la manera más satisfactoria de gestionar y resolver las crisis financieras. Es preciso alcanzar un consenso más amplio sobre el establecimiento de unos principios básicos para reestructurar las entidades bancarias en situación de debilidad en los momentos de menor solidez del conjunto del sistema. Además, el proceso actual de concentración y globalización financieras está creando instituciones de mayor tamaño, grado de complejidad y vocación internacional, cuyas actividades suelen estar sometidas a diversas jurisdicciones de supervisión. Aunque la calidad de su gestión generalmente es muy alta, es indispensable realizar un análisis más detallado sobre los posibles métodos a aplicar a este tipo de instituciones si se sospechase que pudieran tener dificultades. El reconocimiento de la existencia de una tupida red de interconexiones entre muchas de estas instituciones hace que esta tarea sea aún más urgente. Por último, sería deseable un consenso más amplio sobre el papel que debe desempeñar el FMI en la gestión de las crisis de liquidez soberanas. Algunos continúan defendiendo la necesidad de grandes programas de financiación para complementar la condicionalidad, al tiempo que hacen notar la inaceptable dureza de las soluciones que se basan exclusivamente en el mercado y los peligros de los efectos desestabilizadores de las tensiones políticas y sociales. Otros subrayan que esta actuación propicia un comportamiento imprudente, especialmente por parte de los acreedores, y han sugerido el recurso a moratorias de deuda y a otros incentivos jurídicos para fomentar acuerdos negociados con los acreedores privados.

No existe una respuesta satisfactoria a esta última cuestión, que continuará debatiéndose durante décadas. Sí parece, sin embargo, que existe un creciente consenso sobre la manera de avanzar en muchas de las demás cuestiones antes mencionadas que tienen consecuencias tanto para la prevención de las crisis como para su gestión. Estos ámbitos reclaman de forma urgente la adopción de medidas, si se quiere evitar que la evolución financiera revele, una vez más, que se ha hecho demasiado poco y demasiado tarde.