



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

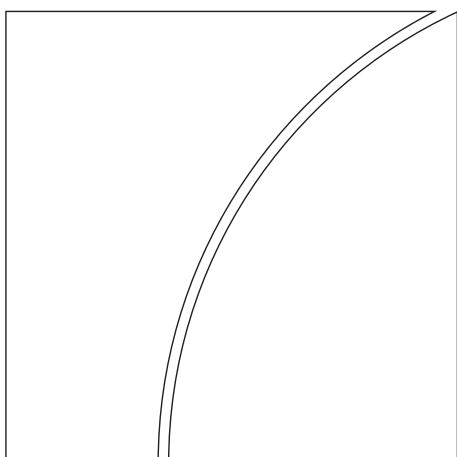
72° Informe Anual

1 de abril de 2001–31 de marzo de 2002

Basilea, 8 de julio de 2002



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



72° Informe Anual

1 de abril de 2001–31 de marzo de 2002

Basilea, 8 de julio de 2002

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

© *Banco de Pagos Internacionales/Bank for International Settlements, 2002.*
Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.

ISSN 1560-3024

ISBN 92-9131-506-0

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

El Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet (www.bis.org).

Índice

	Página
Carta de presentación	1
I. Introducción: capacidad de recuperación inesperada ante acontecimientos inesperados	3
Un año contractivo para la economía mundial	4
Capacidad de reacción del sector financiero frente a las perturbaciones	6
Factores que explican la capacidad de recuperación de la economía mundial ..	8
II. Evolución de la situación en las economías industrializadas avanzadas	13
Aspectos más destacados	13
Desaceleración en 2001	13
<i>Vínculos internacionales</i>	<i>14</i>
<i>El papel de los sectores empresarial y manufacturero en la desaceleración</i>	<i>18</i>
<i>Condiciones crediticias, efecto-riqueza y gasto de las familias</i>	<i>20</i>
Indicios de mejora de las perspectivas económicas en 2002	23
<i>Factores a favor de la recuperación actual</i>	<i>24</i>
<i>Factores que podrían dificultar la recuperación</i>	<i>25</i>
<i>La recuperación podría variar según los países</i>	<i>26</i>
Perspectivas a medio plazo	27
<i>Perspectivas de la inflación</i>	<i>27</i>
<i>Desequilibrios internos</i>	<i>29</i>
<i>Persisten los desequilibrios externos</i>	<i>32</i>
III. Evolución de la situación en los mercados emergentes	37
Aspectos más destacados	37
Vínculos internacionales y resultados económicos nacionales	38
<i>Crecimiento y vínculos comerciales</i>	<i>40</i>
<i>Factores internos</i>	<i>43</i>
<i>Vínculos entre los mercados financieros y flujos de capital</i>	<i>45</i>
Políticas en respuesta a la desaceleración de la economía	49
<i>El papel de las políticas monetaria y cambiaria</i>	<i>49</i>
<i>Gran sesgo hacia la suavización monetaria en Asia</i>	<i>50</i>
<i>Menor margen de maniobra en América Latina</i>	<i>53</i>
<i>Limitada suavización de la política monetaria en otros países</i>	<i>54</i>
<i>Eficacia de la política monetaria para estimular el crecimiento</i>	<i>55</i>
<i>El papel de la política fiscal</i>	<i>57</i>
Crisis en Turquía y Argentina	59
<i>Turquía</i>	<i>60</i>
<i>Argentina</i>	<i>61</i>
<i>Repercusión de la crisis argentina en los bancos internacionales</i>	<i>65</i>
IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	67
Aspectos más destacados	67
Estados Unidos	68
La zona del euro	71

Japón	73
Países con un objetivo de inflación	75
¿Obstáculos más sutiles para la política monetaria?	78
<i>La identificación de las presiones inflacionarias y deflacionarias</i>	79
<i>¿Cuándo se debe endurecer la política monetaria?</i>	83
<i>¿Cuándo se debe relajar la política monetaria?</i>	86
<i>Resumen</i>	89
V. Los mercados de divisas	90
Aspectos más destacados	90
El dólar, el yen y el euro	91
<i>Acontecimientos clave</i>	91
<i>Perspectivas a corto y largo plazo</i>	92
<i>Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio</i>	94
Evolución de otros mercados de divisas	98
<i>Las monedas europeas</i>	98
<i>Las monedas de otros países industrializados</i>	99
<i>Las monedas de los mercados emergentes</i>	100
Prácticas de control cambiario en las economías de mercado emergentes	102
<i>La evolución de las prácticas de control cambiario</i>	103
<i>La importancia de los tipos de cambio</i>	104
Las respuestas de política monetaria en las economías emergentes	107
<i>La política monetaria</i>	107
<i>La intervención en el mercado de divisas</i>	108
<i>Controles de capital</i>	111
VI. Mercados financieros	113
Aspectos más destacados	113
El funcionamiento del mercado	113
<i>Desórdenes después del 11 de septiembre</i>	114
<i>Las repercusiones del caso Enron</i>	117
Los mercados bursátiles	118
<i>Adaptación al ciclo económico</i>	118
<i>Optimismo duradero en medio de alta volatilidad</i>	120
Los mercados de renta fija	123
<i>Las curvas de rendimiento reaccionaron ante la política monetaria</i>	123
<i>El mercado de bonos empresariales demostró su capacidad de reacción</i> ..	124
<i>Los prestatarios pasaron de deuda a corto plazo a deuda a largo plazo</i> ..	127
Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes	129
<i>Contagio limitado a pesar de graves crisis</i>	129
<i>Los inversionistas en bonos regresaron antes que los prestatarios</i>	131
Motivos de preocupación	133
<i>Riesgos de concentración</i>	133
<i>Un problema de calidad de la información</i>	135
VII. La interacción entre el sector financiero y la economía real	139
Aspectos más destacados	139
Los resultados de las instituciones financieras y la situación económica	140
<i>Tendencias recientes</i>	141
Cambios en la naturaleza del riesgo	145
<i>Evolución de los mercados de activos</i>	146
<i>Financiación a través de los mercados de capital</i>	148
<i>Transmisión del riesgo del crédito</i>	150
Continuos problemas en Japón	151
Cuestiones de política económica	155
<i>La medición del riesgo y la regulación macroprudencial</i>	156

<i>Requisitos de capital ponderados por el riesgo</i>	157
<i>Dotación de provisiones basada en perspectivas futuras</i>	159
VIII. Conclusión: haciendo frente a posibles temporales	162
Factores que condicionan el panorama económico	164
Políticas y medidas de apoyo para un crecimiento sostenible	170
<i>Políticas cambiarias y macroeconómicas</i>	170
<i>Reformas estructurales y macroprudenciales</i>	173
Algunas lecciones de las crisis recientes	176
<hr/>	
Actividades del Banco	181
Contribución directa del BPI a la cooperación monetaria y financiera internacional	181
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	182
<i>Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes</i> . .	183
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	183
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	186
<i>Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación</i>	187
<i>Oficina de Representación para Asia y el Pacífico</i>	188
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	189
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia . .	190
<i>Grupo de los Diez</i>	190
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	191
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	192
Otras áreas de cooperación entre bancos centrales	193
<i>Supervisión de los bancos centrales</i>	193
<i>Colaboración en cuestiones estadísticas</i>	194
<i>Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales</i>	195
<i>Comunicación a través de Internet</i>	196
<i>Grupo de Expertos en Informática</i>	196
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i>	197
Funciones de agente y fideicomisario	197
<i>Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales</i>	197
<i>Funciones de agente depositario de garantías</i>	198
Operaciones del Departamento Bancario	198
<i>Pasivo</i>	198
<i>Activo</i>	199
Beneficios netos y su distribución	200
Capital en acciones del BPI	201
<i>Recuperación de las acciones en manos de particulares</i>	201
<i>División de la emisión yugoslava de capital del Banco</i>	202
Cambios de la composición del Consejo de Administración	202
Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias	205
Consejo de Administración	222
Alta dirección del Banco	223
Bancos centrales miembros del BPI	225

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 11 y el 18 de junio de 2002.

Índice de gráficos (*) y cuadros

Página

Evolución de la situación en las economías industrializadas avanzadas

Crecimiento e inflación	14
Producto, comercio y precios mundiales*	14
Sincronización de los ciclos económicos*	15
Participación del comercio exterior	15
Comercio y precios en el mercado internacional	16
Descomposición del crecimiento del PIB real*	17
Productividad del trabajo y márgenes de beneficios*	19
Comparación de la última desaceleración con las anteriores*	21
Principales componentes del crecimiento del consumo privado real, 1996–2001*	23
Tipo de interés real, resultado fiscal estructural y brecha del producto*	24
Precio del crudo e inflación general*	27
Principales características de la inflación en los países industrializados avanzados	28
Persistencia de la inflación*	29
Endeudamiento por sectores*	30
Saldos financieros netos por sectores*	31
Balanza por cuenta corriente de las principales regiones	33
Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas	34

Evolución de la situación en los mercados emergentes

Crecimiento y balanza por cuenta corriente	38
PIB real*	39
Desaceleración del crecimiento y apertura comercial*	40
Principales productos y mercados de exportación	41
Producción industrial y exportaciones*	42
Exportaciones de productos de alta tecnología de los países asiáticos hacia EEUU*	43
Flujos de capital y tipos de interés*	45
Flujos de capital*	46
Correlación entre las variaciones del índice Nasdaq y los precios de las acciones	47
Precios de las acciones y diferenciales de los bonos*	48
Indicadores de deuda en 2000	49
Tipos oficiales	50
Precios de consumo	51
Tipo de cambio efectivo nominal*	52
Índices de condiciones monetarias*	53
Tipos de interés a largo plazo	55
Crecimiento del crédito en términos reales*	56
Resultados fiscales y deuda pública	58

La política monetaria en los países industrializados avanzados

Indicadores económicos de Estados Unidos*	70
Indicadores económicos de la zona del euro*	72
Indicadores económicos de Japón*	74
Inflación y tipos oficiales en los países con objetivos de inflación explícitos*	76

Tipos de cambio en países con objetivos de inflación explícitos*	77
Crecimiento de productividad en la cima de los ciclos económicos*	81
Tipo de interés natural a largo plazo*	82
Tipos de interés oficiales y reglas de política monetaria*	85

Los mercados de divisas

Tipos de cambio, volatilidades implícitas y reversiones de riesgo del dólar, el yen y el euro*	91
Distribuciones de probabilidad del dólar frente al yen y al euro*	92
Reservas de divisas oficiales	93
Diferencias entre las previsiones del crecimiento de las tres principales economías*	95
Movimientos acumulados de inversión de cartera entre las tres principales economías*	96
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés*	97
Tipos de cambio de algunas monedas europeas*	98
Precios de las materias primas, diferenciales entre crecimiento y tipos de interés y tipos de cambio*	100
Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes*	101
Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés	103
Apertura, transferencia, inflación y activos externos de los bancos centrales . .	105
Liquidez en el mercado de divisas	106
Objetivos de inflación, tipos oficiales y tipos de cambio*	109

Mercados financieros

Impacto del 11 de septiembre sobre el mercado monetario de EEUU*	114
Impacto del 11 de septiembre sobre el mercado bursátil de EEUU*	115
Precios de las acciones ante dos perturbaciones*	116
Escrutinio de la información pública*	119
Mercados bursátiles: precios y beneficios*	121
Beneficios alcanzados y previstos del índice S&P 500*	122
Volatilidad y rendimiento*	122
Curvas de rendimiento para <i>swaps</i> de tipos de interés*	123
Diferenciales de bonos de empresas y rendimientos en EEUU*	125
Desglose de diferenciales de bonos empresariales*	126
Emisión neta de títulos de deuda según su vencimiento*	126
Efectos comerciales en EEUU*	128
<i>Swaps</i> de tipos de interés*	129
Diferenciales de bonos soberanos para algunos mercados emergentes*	130
Flujos bancarios transfronterizos hacia economías emergentes*	132
Contratos de derivados en bancos de Estados Unidos*	134
Indicadores de calidad de la información*	136

La interacción entre el sector financiero y la economía real

Crecimiento del crédito*	140
Rentabilidad de los grandes bancos en 2000 y 2001	141
Tasas de morosidad*	142
Indicadores de actividad de la banca de inversión*	142
Indicadores de fortaleza bancaria*	144
Resultados del sector asegurador*	145
Sector de la construcción con fines comerciales en EEUU*	147
Precios del sector inmobiliario	148
Calidad crediticia y emisiones de bonos*	149
Indicadores de transferencia del riesgo crediticio*	151
Sector bancario japonés*	153

Convenciones utilizadas en este Informe

izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
...	no disponible
.	no aplicable
–	cero o no significativo
dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario

Los totales pueden no ser iguales a la suma de sus componentes debido a los redondeos

72° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 8 de julio de 2002*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 72° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2002.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 225,7 millones de francos oro, frente a los 271,7 millones de francos oro correspondientes al ejercicio anterior. Pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 2001/02 en la sección titulada "Beneficios netos y su distribución", que figura en la página 200 del presente Informe.

El Consejo de Administración recomienda que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 de los Estatutos del Banco, la Asamblea General destine la suma de 52,6 millones de francos oro al pago de un dividendo de 380 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 26,9 millones de francos oro al fondo de reserva general, 3,0 millones de francos oro al fondo especial de reserva para dividendos, y el remanente, que asciende a 143,2 millones de francos oro, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2001/02 será pagadero a los accionistas el 15 de julio de 2002.

Basilea, 18 de junio de 2002

ANDREW CROCKETT
Director General

I. Introducción: capacidad de recuperación inesperada ante acontecimientos inesperados

Durante el último año, la economía mundial y el sistema financiero han mostrado una gran capacidad de recuperación frente a las sucesivas perturbaciones. Considerados estos acontecimientos de forma aislada, la continua corrección de los mercados bursátiles, los atentados del 11 de septiembre, la guerra contra el terrorismo, la quiebra de Enron, el fracaso de la caja de convertibilidad en Argentina y el conflicto en Oriente Medio, cada uno de ellos podría haber tenido efectos colaterales negativos para la situación económica. Considerados como un todo, su impacto conjunto podría haber sido mucho más serio, ya que con frecuencia, los resultados de un todo son mucho mayores que los de la suma de sus partes. Asimismo, estos acontecimientos se sumaron a la contracción económica mundial que, durante algún tiempo, amenazó con hacerse más profunda.

Frente a lo que hubiera cabido esperar, el sistema económico en su conjunto soportó extremadamente bien la evolución de la situación. Lejos de seguir contrayéndose, la economía mundial podría haber comenzado una nueva expansión, encabezada una vez más por Estados Unidos, a pesar de los numerosos desequilibrios percibidos. El sector financiero ha reaccionado frente a estos recientes acontecimientos con gran flexibilidad. Los sistemas de liquidación y pagos respondieron correctamente, incluso en circunstancias tan extremas como el atentado terrorista en el propio centro financiero de Nueva York. En líneas generales, el crédito también ha seguido fluyendo sin restricciones, si bien se ha encarecido para aquellos prestatarios cuya calidad crediticia se considera ahora más reducida. Entre las posibles explicaciones de este comportamiento positivo habría que incluir, sin duda alguna, el apoyo de las políticas macroeconómicas y, en especial, de la política monetaria. Pero también hay que reconocer la posibilidad de que años de esfuerzo dedicados al estímulo de la estabilidad financiera hayan comenzado, por fin, a dar sus frutos. En concreto, la infraestructura que cimienta el sistema financiero internacional, así como los correspondientes planes de continuidad y respaldo, mejoraron enormemente tras la atención recibida antes del cambio de milenio.

A pesar de esta evolución tan positiva que se espera continúe, sería prematuro concluir que ahora todo debería ir bien. Puede que lleguen a concretarse algunas de las preocupaciones mencionadas, y ciertas perturbaciones del último año podrían acarrear consecuencias duraderas. Un efecto que ha quedado muy claro ha sido la profunda erosión de la sensación de confianza tanto en la información de los mercados como en la población, que es la base fundamental para una economía en perfecto funcionamiento. En el caso Enron, quedó claro que las cifras de beneficios y deuda no eran en

absoluto lo que parecían, lo que provocó una creciente desconfianza, no sólo en la contabilidad creativa de otras empresas, sino incluso en varias de las propias convenciones contables. Estas sospechas ya han repercutido seriamente en los precios de las acciones de algunas empresas, pero podrían llegar a afectar incluso más a la valoración general del mercado. Además, lo sucedido en el caso Enron ha puesto seriamente en tela de juicio la competencia profesional e incluso la conducta ética de muchas personas que ostentan cargos de gran responsabilidad. No fue uno, sino varios, los niveles de supervisión que fallaron, tanto en sus aspectos internos como externos. Los conflictos de intereses estuvieron presentes en cada instancia, aunque el hilo conductor común fue la tan humana reticencia a plantear las preguntas pertinentes cuando se goza de una buena situación.

En el caso de Japón, las dudas se han centrado en la precisión de las actuales estimaciones del volumen de préstamos bancarios en mora, así como en la fiabilidad de los precios de mercado sometidos a diversas intervenciones por parte del Estado. La sensación de confianza también se ha visto muy dañada en Argentina, no sólo por la depreciación y el consiguiente impago de la deuda soberana, sino también por la forma concreta en la que se hizo frente a estos acontecimientos. Las modificaciones legislativas introducidas por el gobierno argentino, que fueron claramente discriminatorias para los acreedores, pusieron en entredicho la propia aplicación de las normas del estado de derecho. A la luz de todos estos acontecimientos, tendrá que pasar cierto tiempo antes de que pueda restablecerse un adecuado nivel de confianza.

A pesar de todo, comienzan a atisbarse rayos de luz tras la tormenta económica del pasado año. Paradójicamente, el caso Enron ha servido para poner fin al exceso de confianza de los últimos años. El caso argentino también nos ofrece una útil lección sobre el tremendo coste que conlleva no aplicar las medidas necesarias de política económica. Por último, cabe destacar que se permitió que se produjeran el caso Enron y el impago de la deuda de Argentina sin la masiva intervención del sector público observada con frecuencia en el pasado. Debería haber quedado claro que ante circunstancias adversas, la solución ya no consiste en elegir entre el rescate o el proceso de resolución, sino que consiste más bien en decidir entre un proceso de resolución ordenado o desordenado. En cuanto a las crisis soberanas, este dilema posiblemente ha progresado más en el transcurso de los doce últimos meses que durante los últimos cinco años.

Un año contractivo para la economía mundial

El reciente ciclo económico ha sido distinto a los anteriores por varios motivos. En algunas economías industrializadas, especialmente en Estados Unidos, la fase expansiva se cimentaba en los datos que confirmaban la idea de una "nueva era" de mayor crecimiento de la productividad con incrementos de los beneficios. El crecimiento del crédito, los precios de los activos y la inversión en bienes de capital aumentaron con rapidez, sobre todo en sectores que se consideraban más tendentes a aprovechar los recientes

avances tecnológicos. Cuando se produjo la fase contractiva del ciclo, fue muy curioso que su principal desencadenante no fuera el tradicional endurecimiento de la política monetaria para contener las crecientes presiones inflacionarias, sino que tuvo su origen en la brusca caída de los beneficios empresariales en Estados Unidos, debido a la limitada capacidad de fijación de precios y a aumentos en la remuneración de los trabajadores. De hecho, el sector familias terminó apropiándose de las ganancias reales de productividad. Frente a estas circunstancias, el sector empresarial de las economías industrializadas tras encajar un revés adicional provocado por la subida de los precios de la energía, decidió, de forma masiva, liquidar sus existencias y recortar la inversión en bienes de capital durante el año 2001.

No obstante, la contracción económica se vio atenuada por la extraordinaria capacidad de reacción del gasto en bienes de consumo, lo que resulta destacable ya que, a escala internacional, había aumentado el grado de exposición de los consumidores a los riesgos derivados de una contracción del sector empresarial. Asimismo, se ha producido una importante expansión de las carteras de activos financieros en manos de las familias, especialmente los adquiridos a través de contribuciones a planes de pensiones de prestaciones definidas, que han perdido buena parte de su valor desde la primavera de 2000. Además, en muchos países se han empezado a utilizar contratos laborales que facilitan el despido de trabajadores y reducen la remuneración durante las desaceleraciones económicas. Estas influencias de naturaleza contractiva pueden haberse visto contrarrestadas por las continuas subidas de los precios de la vivienda en muchos países, así como por el hecho de que los precios de muchos activos financieros se mantengan en niveles muy superiores a los existentes hace cinco o diez años.

Algunos analistas han interpretado la contracción sincrónica de la economía mundial y su aparente recuperación conjunta como muestras de una mayor globalización. En un ciclo impulsado por los beneficios, podría incluso esperarse que Europa y Norteamérica se movieran más en paralelo, teniendo en cuenta sobre todo la cantidad de fusiones y adquisiciones transatlánticas de la última década. Además, como se señaló anteriormente, las perturbaciones generalizadas han sido un elemento crucial de los acontecimientos recientes en los países industrializados. No obstante, antes de aseverar que el mundo ha experimentado un cambio profundo, no hay que olvidar que los ciclos sincronizados también fueron muy corrientes en la década de los 70 y 80. Asimismo, la prolongada recesión que sufre Japón podría parecer momentáneamente una fluctuación sincrónica a la baja, pero, aunque otras economías también se han contraído, lo han hecho por razones completamente distintas.

Las mismas fuerzas contractivas que afectaron a los países industrializados pueden explicar en buena medida la evolución económica de los mercados emergentes, aunque la magnitud del impacto varió de forma significativa. El efecto negativo sobre Asia oriental fue especialmente palpable, dado el elevado peso que tiene en muchos de estos países la exportación de productos relacionados con la tecnología de la información (TI). Las economías de América Latina, con la notable excepción de México,

son más cerradas, por lo que se vieron menos afectadas por las influencias del exterior. Muchos países de Europa central se mostraron casi inmunes a la desaceleración. El crecimiento en Rusia fue, de hecho, mayor de lo esperado gracias a las reformas estructurales y a los continuos y elevados ingresos procedentes del petróleo.

Al mismo tiempo, la evolución de los mercados emergentes presenta grandes rasgos idiosincrásicos, tanto positivos como negativos. Entre los primeros están, sin duda, el rápido crecimiento sostenido de China y la expansión —más lenta pero sustancial— de India. Incluso en Indonesia se observaron durante el pasado año muestras de recuperación económica. Estos resultados positivos se tradujeron en beneficios tangibles para un gran número de personas, muchas de ellas todavía en situación de extrema pobreza. En el extremo opuesto se situaron las crisis económicas que afectaron a Turquía y Argentina, que tuvieron costes muy elevados y presentaron, al mismo tiempo, diferencias y similitudes importantes.

Tanto en Argentina como en Turquía, el problema fundamental, que ya venía de lejos, fueron las cuentas públicas del gobierno. Además, en ambos casos, la interacción entre un régimen de tipo de cambio excesivamente rígido y un sistema bancario vulnerable a las modificaciones del tipo de cambio provocaron una crisis de confianza que condujo a una fuga de capitales, tanto nacionales como extranjeros. En el caso de Turquía, se acordó rápidamente con el FMI un marco de política económica aceptable de corte tradicional. Sin embargo, el caso de Argentina resultó ser mucho más inextricable, dado el alto grado de dolarización de la economía, el volumen de la deuda impagada y los conflictos entre las diversas estructuras del gobierno argentino. La forma errática y perturbadora con la que el gobierno intervino después en el sistema bancario —en su mayoría de propiedad extranjera—, llevó al sistema de pagos y a la economía en su conjunto al borde del desastre.

Capacidad de reacción del sector financiero frente a las perturbaciones

Con estos dramáticos acontecimientos como telón de fondo, apenas sorprende que la economía mundial experimentase una desaceleración cíclica en 2001. No obstante, el panorama a finales del primer semestre de 2002 era el de una contracción relativamente moderada y el de una incipiente recuperación mundial generalizada. Estos indicios son más contundentes en Norteamérica, pero también son patentes en Asia oriental y en Europa, y han venido acompañados de una revisión al alza de las previsiones consensuadas. Aunque las fluctuaciones de las existencias (especialmente en el sector de la TI) han sido determinantes tanto en la fase contractiva como en la expansiva, los primeros indicios apuntan a una recuperación de la demanda final, acompañada de un aumento de la productividad y los beneficios. También es de destacar el escaso contagio de las crisis turca y argentina a otras economías de mercado emergentes. A continuación, se ofrecen algunas explicaciones para

este fenómeno y para otros acontecimientos positivos ocurridos durante el periodo analizado.

La positiva evolución económica se ha debido en parte a la capacidad de recuperación que ha demostrado el sistema financiero internacional. En primer lugar, la infraestructura del sistema dejó clara su fortaleza, a pesar de que los acontecimientos del 11 de septiembre afectaron durante aproximadamente una semana a los mercados estadounidenses de acciones, renta fija y operaciones con pacto de recompra (*repos*). El sistema internacional siguió funcionando eficazmente, incluso en el mismo momento en que se estaba alterando de forma considerable uno de los principales centros financieros internacionales. Asimismo, después de la quiebra de Enron (uno de los mayores operadores energéticos del mundo) el mercado de la energía continuó funcionando con normalidad. A pesar de todos los excepcionales acontecimientos antes mencionados, quedó demostrada la integridad jurídica de toda una miríada de nuevos instrumentos financieros, como las sociedades de gestión especializadas y los mecanismos de transferencia del riesgo crediticio.

La reacción de cada mercado financiero también fue congruente con una evaluación sensata de las nuevas circunstancias. No se produjo la huida hacia la liquidez que tuvo lugar en 1998 tras las crisis rusa y del *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Los principales mercados bursátiles de Norteamérica y Europa continuaron su prolongada caída hasta el otoño del pasado año, aunque poco después del desplome provocado por el 11 de septiembre, las perspectivas económicas más halagüeñas impulsaron de nuevo las cotizaciones al alza. Además, esta subida se prolongó incluso en 2002, hasta que terminó perdiendo fuerza, desde unos niveles históricamente elevados, debido a las nuevas informaciones sobre el caso Enron y a las noticias cada vez más desalentadoras sobre los beneficios empresariales. La mayoría del resto de los mercados a ambos lados del Atlántico siguió movimientos similares, cayendo primero, subiendo después y, por último, volviendo a caer a medida que oscilaba el optimismo sobre la economía de Estados Unidos, al tiempo que las divergentes perspectivas de las economías europeas pasaban en buena medida desapercibidas. En cualquier caso, el efecto general fue la caída de los costes nominales de endeudamiento en los mercados de bonos de empresa a mínimos históricos durante el pasado mes de septiembre. Desde entonces apenas han variado.

Los síntomas de tensión se notaron más en otros mercados. El más afectado fue el mercado de efectos comerciales de Estados Unidos, donde se congeló la concesión de créditos a los prestatarios de menor calidad, mientras que a otros deudores se les reclamaron tipos de interés más elevados. La caída del pasado año en el volumen de efectos comerciales no financieros vigentes ha sido la más importante de las registradas hasta la fecha. Aun así, muchas empresas pudieron recurrir a acuerdos previamente negociados con sus bancos, a pesar de que éstos se fueron inquietando a la vista de las pérdidas que ya venían experimentando en la cartera crediticia durante la contracción. Sin embargo, el mercado de bonos de empresa estuvo más dispuesto a suministrar fondos, y sus emisiones alcanzaron niveles históricos.

Estas emisiones de bonos con vencimientos largos, si bien son más caras que las de efectos a plazos más cortos, deberían contribuir a mitigar los problemas de liquidez de las empresas durante algún tiempo.

Otras dos características de los recientes acontecimientos subrayan también la capacidad de reacción del sistema financiero internacional. La primera de ellas fue el grado en que los consumidores de muchos países industrializados accedieron más fácilmente a los créditos al consumo e hipotecarios para saldar las deudas más onerosas y para aumentar su gasto en bienes de consumo. Aunque de forma bastante menos extendida, un fenómeno similar ha ocurrido en una serie de grandes economías de mercado emergentes, entre las que se incluyen China, Corea, India y México. En países con tasas de ahorro interno inicialmente bajas, estos fenómenos debían financiarse, al menos parcialmente, mediante flujos procedentes del exterior. En concreto, las agencias hipotecarias patrocinadas por el gobierno de Estados Unidos tuvieron un enorme éxito en la venta directa de bonos a extranjeros.

El segundo aspecto significativo de los recientes acontecimientos financieros también estuvo relacionado con los flujos internacionales de capital. En un contexto mundial en el que aumenta la aversión al riesgo de los inversionistas, los países con déficit por cuenta corriente podrían haberse encontrado repentinamente con dificultades para obtener financiación externa. Sin embargo, en la práctica, estas dificultades no se han materializado. Entre los países industrializados, Estados Unidos ha seguido obteniendo con facilidad la financiación externa que necesitaba, y lo mismo ha ocurrido, en líneas generales, con las economías de mercado emergentes. De hecho, los bancos redujeron aun más sus préstamos transfronterizos. Sin embargo, durante mucho tiempo, los bancos activos en la escena internacional han tendido a confiar cada vez más en la presencia y en la financiación internas para conceder créditos en los mercados emergentes. Por el contrario, la mayoría de los prestatarios en busca de financiación a través de bonos en los mercados internacionales ha seguido encontrando el camino expedito. Durante el periodo analizado, los diferenciales de la deuda soberana para países como Corea y México se han reducido, al confiarse en la solidez de sus políticas, aunque también ha ocurrido lo contrario (y a veces incluso de forma espectacular) en países como Turquía, Argentina y Venezuela. Además, la inversión extranjera directa continuó fluyendo con preferencia hacia determinados países, en concreto Brasil, China y México, mientras que los precios de las acciones también subieron en varias economías de mercado emergentes. En suma, los resultados fueron afortunadamente muy distintos del contagio indiscriminado que algunos temieron que hubiera podido provocar las crisis de Turquía y Argentina.

Factores que explican la capacidad de recuperación de la economía mundial

¿A qué se ha debido la gran capacidad de recuperación de la economía mundial y del sistema financiero internacional? Las iniciativas de política

económica pueden ser hasta cierto punto una respuesta. Está claro que las políticas macroeconómicas expansivas ayudaron a sostener la demanda agregada. También pudiera argumentarse que las medidas adoptadas en los últimos años para fomentar la estabilidad financiera podrían haber comenzado a demostrar su eficacia. Incluso se podría llegar a afirmar que muchos países han introducido medidas en los últimos años para liberalizar sus mercados de trabajo y de productos, y elevar su productividad. Siempre se ha confiado en que las ventajas de estas medidas incluirían un crecimiento más estable, así como una tasa media de crecimiento más elevada.

La medida más clara de política económica fue la significativa relajación monetaria en casi todo el mundo. Aunque algunos analistas veían con preocupación los posibles efectos retardados de las subidas anteriores del precio del petróleo, la opinión generalizada era que las presiones inflacionarias subyacentes estaban contenidas. Esta circunstancia proporcionó un gran margen de maniobra para las autoridades monetarias, que muchas utilizaron de forma agresiva.

Si hay un país donde este fenómeno quedó puesto de relieve fue Estados Unidos, donde el tipo de interés oficial se redujo drásticamente y en varias ocasiones durante 2001, manteniéndose en un mínimo histórico desde entonces. Un factor condicionante puede haber sido la idea de que algunos de los canales tradicionales de transmisión de la política monetaria no estaban funcionando como se esperaba. A medida que se reducían los tipos a corto plazo, los tipos a largo plazo fueron cayendo para luego aumentar, y el tipo de cambio efectivo del dólar también se apreció. Los precios de las acciones siguieron debilitándose, aunque probablemente con más lentitud de lo que habría sucedido si la política monetaria no se hubiera relajado. Aun reconociendo que algunas de estas variables recogían el optimismo con que el mercado contemplaba el futuro, la Reserva Federal entendió que tenía motivos para aplicar una política agresiva. Un segundo factor condicionante pueden haber sido las lecciones que se desprenden de la experiencia japonesa, donde los precios a la baja y los tipos de interés nominales situados prácticamente en su límite inferior cero, dan lugar a aumentos acumulados de los tipos reales y de la deflación de la deuda. Una serie de respuestas monetarias menos corrientes, como los aumentos constantes de reservas bancarias, ha fracasado hasta ahora en su intento de dar un giro a la economía japonesa.

El BCE también redujo su tipo de interés oficial para responder a la situación económica. No obstante, la reducción absoluta vino moderada por una tasa de inflación que se mantuvo pertinazmente por encima del objetivo. Además, durante la mayor parte de 2001, la desaceleración del crecimiento fue mucho más leve en la zona del euro que en Estados Unidos. La situación fue similar en la mayoría de los países industrializados con objetivos de inflación explícitos, así como en muchas economías emergentes, en las que la expansión de regímenes de tipo de cambio flexible (aunque muy intervenidos en algunos casos) proporcionó un nuevo canal de transmisión para la eficacia de la política monetaria. Por supuesto, el grado en que se pudo aprovechar esta nueva libertad dependió en gran medida de la credibilidad de los

regímenes políticos de cada país. En términos generales, los bancos centrales de Asia se encontraban menos limitados que los de América Latina, como ha sido habitual a lo largo de su historia.

Las políticas fiscales expansivas también ayudaron a sostener la economía mundial. En general, los países con un mejor historial presupuestario tuvieron mayor margen de maniobra, mientras que aquéllos con un historial de acumulación de deuda menos satisfactorio se tuvieron que conformar con un margen más estrecho. La gama de políticas adoptadas abarcó desde un aumento significativo del déficit estructural en Estados Unidos, hasta una restricción enérgica en el caso de Japón. Los países de la zona del euro se sintieron capaces de aumentar la flexibilidad otorgada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento mediante rebajas impositivas, sin poner en peligro su compromiso con una política fiscal, en líneas generales neutral a largo plazo. También en los mercados emergentes se articularon políticas fiscales de signo muy diverso. Mientras que muchos gobiernos asiáticos relajaron de forma significativa sus políticas fiscales, varios países de América Latina se vieron afectados por las presiones sobre el tipo de cambio o legislaciones dirigidas a garantizar la responsabilidad fiscal tras años de laxitud. Por ejemplo, México, a pesar de verse muy afectado por la debilidad de la economía de Estados Unidos, tuvo que reducir el gasto público para contrarrestar una caída de su recaudación impositiva motivada por los menores precios del petróleo en 2001.

¿Por qué fue tan eficaz la respuesta de los mercados financieros durante el periodo analizado? Los bajos tipos oficiales tuvieron mucho que ver sin duda alguna. Además, los mercados financieros de muchos países son ahora más variados y flexibles gracias a los procesos de desregulación que se han ido acometiendo durante muchos años. Las empresas, sobre todo en Norteamérica y Europa, pudieron acceder a fuentes de financiación alternativas cuando sus recursos iniciales se agotaron en el transcurso del pasado año. En muchos países, los hogares también pudieron modificar la senda temporal de su consumo a lo largo del ciclo, mediante el acceso a nuevos mercados de financiación. Esta circunstancia fue, en parte, una consecuencia positiva del aumento de los precios de la vivienda y de la mayor disponibilidad de garantías, aunque también fue el reflejo de la creciente capacidad de las instituciones financieras para utilizar instrumentos de transferencia de riesgos con los que minimizar las posibles repercusiones que podrían tener estos nuevos créditos. Además, los mercados de derivados y, en particular, los nuevos mercados de rápida expansión para la transferencia del riesgo de crédito, también permitieron a muchos agentes económicos compartir el impacto de las distintas perturbaciones que les acababan de afectar.

En líneas más generales, las necesidades de financiación en el pasado reciente se han ido satisfaciendo más a través de los mercados que a través de los intermediarios financieros, como los bancos. Este hecho ha reducido las probabilidades de que las perturbaciones económicas provoquen daños colaterales a través de su impacto en el sistema de pagos, si bien parece evidente que esta posibilidad no se puede descartar completamente. No hay

duda de que los atentados terroristas del 11 de septiembre podrían haber provocado una disfunción absoluta de los mercados si la Reserva Federal —y, en menor medida, otros bancos centrales— no hubieran intervenido mediante cuantiosas inyecciones de liquidez para garantizar los pagos.

Una cuestión estrechamente relacionada radica en los motivos por los que las crisis turca y argentina ocasionaron tan poco contagio en los mercados. Seguramente, la principal razón fue la adopción generalizada de regímenes de tipo de cambio flexible. Además, ambas crisis han acontecido durante un periodo bastante prolongado, lo que ha permitido a los inversionistas en mercados emergentes reasignar sus fondos de forma relativamente ordenada. También es posible que, tras las crisis anteriores, el volumen de inversiones con un alto grado de apalancamiento en las economías de mercado emergentes haya sido bastante inferior a lo habitual, lo que puede estar relacionado con la pérdida de importancia, en los últimos años, de los fondos de cobertura con estrategias de inversión basadas en indicadores macroeconómicos fundamentales. Sin embargo, otro factor importante puede haber sido la creciente capacidad de los inversionistas para distinguir entre créditos buenos y malos, y para asignar sus fondos de la forma más eficiente.

Esta mayor capacidad para distinguir entre prestatarios refleja otro cambio fundamental de las instituciones financieras en los últimos años, que ha mejorado por ende el funcionamiento de los mercados. Estas instituciones podrían haber pasado a tener mucha mayor consciencia del riesgo, sobre todo con respecto a los peligros derivados de la concesión de préstamos al sector inmobiliario de uso comercial. Las entidades financieras han desarrollado nuevos métodos de medición del riesgo más eficaces, y han progresado significativamente en la aplicación de sistemas de gestión del riesgo. En países donde la valoración del riesgo se estaba realizando desde hacía tiempo de forma más precisa, sus balances se encontraban en una situación considerablemente más favorable para resistir a la desaceleración económica.

Parte del mérito de este cambio en la cultura del riesgo debe atribuirse al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y a los esfuerzos adicionales de sus comités homólogos en los sectores de seguros y valores. Aunque los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz continuarán siendo analizados y revisados, y el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea no está aún finalizado, el proceso interactivo para desarrollar ambas normas ya ha sido de gran ayuda. No menos valiosa ha resultado la participación activa del FMI y del Grupo del Banco Mundial para evaluar la aplicación de dichas normas en mercados emergentes y para asesorar a los gobiernos de estos países sobre la introducción de mejoras pertinentes. También se han llevado a cabo medidas complementarias para fortalecer el funcionamiento e infraestructura de los mercados. No obstante, aún es preciso realizar enormes esfuerzos adicionales para atajar las vulnerabilidades financieras que existen todavía, asunto del que se ocupará la Conclusión de este Informe.

Durante el pasado año, también se exploraron otras vías para mejorar la cooperación entre los responsables de la estabilidad financiera, tanto en el

ámbito nacional como en el internacional. Los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 y sus homólogos de supervisión fuera de los bancos centrales han empezado a colaborar con mayor regularidad. Se espera que estas reuniones ayuden a mejorar el entendimiento mutuo de las ventajas que ofrece centrar la atención, no sólo en la fortaleza de cada una de las instituciones por separado, sino también en el grado de exposición del conjunto del sistema a perturbaciones comunes. Estos debates también son un complemento útil a los celebrados en el Foro sobre la Estabilidad Financiera, que ha establecido una red internacional todavía más amplia de autoridades responsables de estas cuestiones. El FEF también comenzó el pasado año a organizar encuentros de ámbito regional, con el objetivo primordial de compartir opiniones sobre las vulnerabilidades financieras y discutir cómo la adopción de normas financieras internacionales podría ayudar a mitigarlas. Una idea fundamental que subyace en el trabajo del Foro son las enormes ventajas que cada economía podría obtener de unos sistemas financieros nacionales eficientes y estables, ya que se considera que este interés propio (y no tanto la necesidad de contribuir a un esfuerzo internacional vagamente definido) es la motivación primordial para acometer una reforma financiera interna. No obstante, el Foro también está trabajando para hacer que el mercado comprenda mejor la importancia de estas normas, a fin de que, con el tiempo, se recompense cada vez más a quienes las cumplan y se penalice a los que las incumplan.

Por último, y por muy paradójico que pueda parecer, dados los acontecimientos en Argentina, el pasado año se avanzó en la puesta en marcha de procedimientos más ordenados para la resolución de las crisis soberanas de liquidez. De hecho, el caos de Argentina puede muy bien haber contribuido a este progreso. Después de muchos años de desacuerdo entre algunos de los principales países industrializados, los comunicados más recientes del G-7 y del G-10 indican que existe ahora un grado sustancial de consenso sobre la dirección a seguir. Si bien pueden pasar años antes de que se alcance y se aplique un acuerdo pleno, y como siempre, el peligro se esconde en los detalles, parece que ahora hay más razones para ser optimistas con respecto al logro de resultados prácticos de las que ha habido en los últimos tiempos.

II. Evolución de la situación en las economías industrializadas avanzadas

Aspectos más destacados

En el transcurso de 2001, los países industrializados avanzados experimentaron una desaceleración excepcionalmente brusca y simultánea y el crecimiento del comercio mundial prácticamente se paralizó. La desaceleración tuvo su origen en el sector empresarial, donde la caída de los beneficios y de los precios de las acciones provocó una drástica disminución de la inversión en capital fijo y de las existencias. Las condiciones de financiación de las empresas divergieron a medida que aquellas que contaban con baja calificación crediticia se vieron obligadas a pagar mayores diferenciales. En cambio, la demanda de las familias continuó siendo alta, especialmente en Estados Unidos y en otros países de habla inglesa. La fuerza que adquirió el gasto de las familias es atribuible, en parte, a la subida del precio de la vivienda y a condiciones crediticias favorables.

La economía mundial mejoró significativamente durante los primeros meses de 2002, debido a una lenta reducción de las existencias y a las firmes respuestas de la política económica. La inversión fija de las empresas todavía no se ha recuperado, los beneficios siguen siendo débiles, y en algunos países, los niveles de deuda parecen altos para esta fase del ciclo económico. A pesar de la subida de los precios del petróleo, las expectativas de inflación parecen estar bien ancladas en un nivel bajo, lo que permite mantener reducidos los tipos de interés.

Desaceleración en 2001

El producto agregado de los principales países industrializados comenzó a disminuir a mediados de 2000 y continuó haciéndolo significativamente el año pasado (véase el cuadro II.1). Los primeros indicios de desaceleración aparecieron en Estados Unidos, especialmente en el sector de alta tecnología. La posterior desaceleración del comercio mundial fue especialmente brusca (véase el gráfico II.1), poniendo de relieve el carácter excepcionalmente sincronizado de la misma. Un aspecto significativo de esta desaceleración es que no parece haber sido provocada por el endurecimiento de la política monetaria, sino por una fuerte corrección a la baja de las existencias de las empresas y de la inversión, precedida, y hasta cierto punto provocada, por una considerable caída de los beneficios empresariales. En cambio, el consumo privado y la construcción de viviendas se mostraron mucho más fuertes que durante desaceleraciones anteriores. Las tendencias divergentes del gasto de las empresas y de los hogares se debieron, en parte, a variables fundamentales diferentes. El exceso de capacidad y la caída de los beneficios

Brusca
desaceleración del
comercio mundial

Crecimiento e inflación						
	PIB real			Precios de consumo ¹		
	1991–2000	2001	2002 ²	1991–2000	2001	2002 ²
	variación porcentual anual					
Estados Unidos	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Zona del euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Japón	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Reino Unido	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Economías industrializadas avanzadas	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

¹ Para el Reino Unido, precios al por menor excluidos los pagos de intereses hipotecarios.
² Previsiones consensuadas publicadas en mayo.
Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales. Cuadro II.1

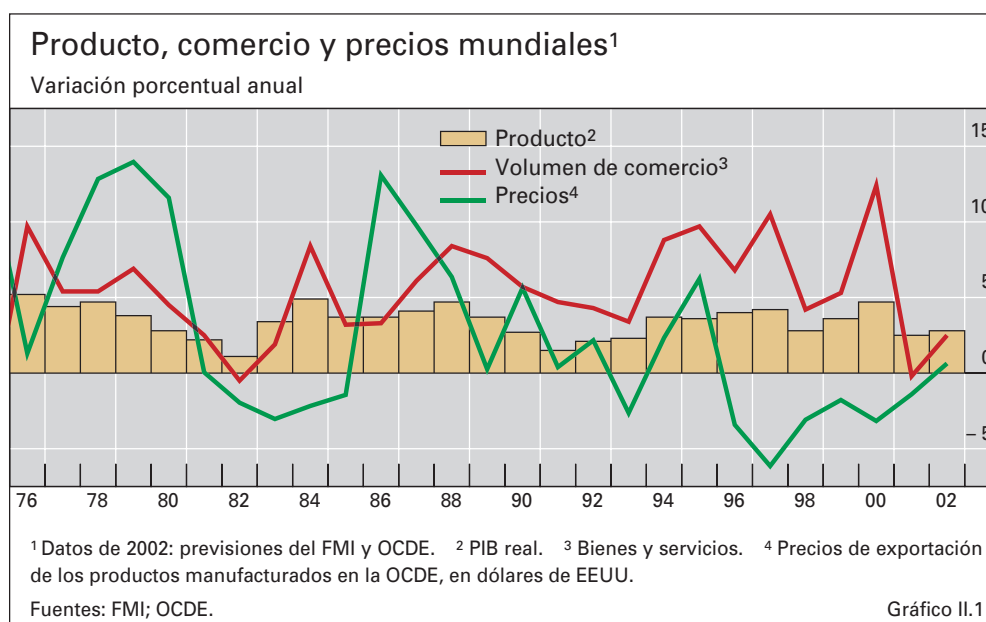
en el sector empresarial contrastaron significativamente con la subida de los precios de la propiedad inmobiliaria y la continua fortaleza de la renta real de las familias. Las condiciones crediticias relativamente favorables a estas últimas facilitaron el consumo y la construcción de viviendas.

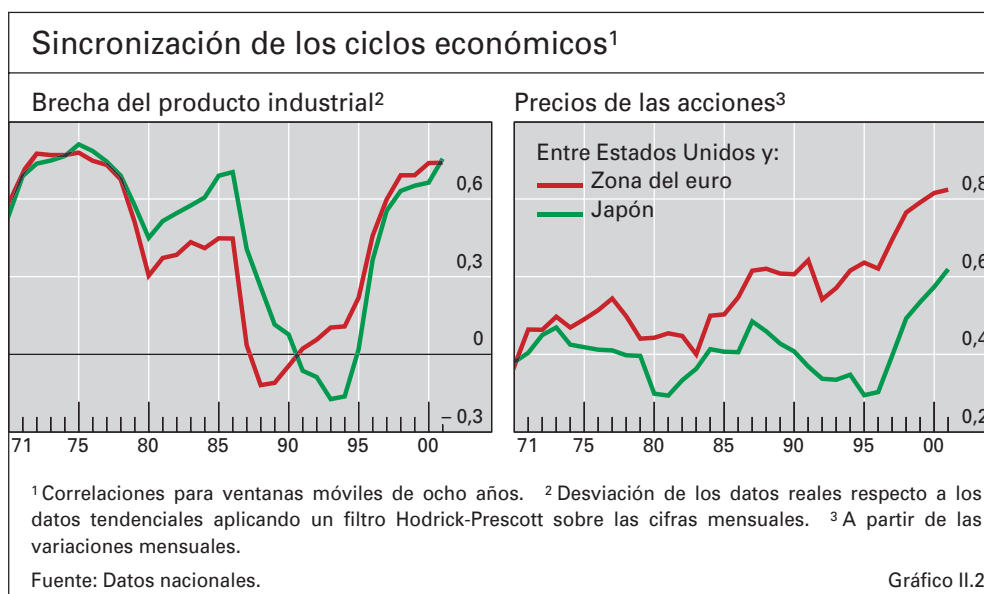
Vínculos internacionales

Una característica importante de la última desaceleración es su grado de sincronización, superior al de la recesión de principios de la década de los 90 (véase el gráfico II.2), lo que parece indicar un aumento de la correlación entre los diferentes ciclos económicos al intensificarse la globalización económica. Sin embargo, no se descartan otras explicaciones.

El comercio es la vía de transmisión más clara de perturbaciones económicas entre países. Al aumentar la especialización en las diversas fases de producción, los flujos comerciales representan una mayor proporción del producto en las economías actuales (véase el cuadro II.2). Por otra parte, la

Vínculos comerciales





integración vertical implica que las perturbaciones específicas de un sector producen efectos similares en el producto agregado de otros países. Otra característica de la globalización relacionada con lo anterior es que las empresas se han afianzado en los mercados internacionales, como demuestran los crecientes movimientos de inversión extranjera directa registrados en los años 90. Esto implica que las alteraciones en una gran economía podrían reducir los beneficios agregados de las multinacionales, provocando un ajuste de su gasto a escala internacional. Asimismo, las perturbaciones registradas en un país podrían afectar a las expectativas empresariales de sus socios comerciales, acelerando así la corrección de las existencias, de los planes de inversión y del empleo.

Canales financieros

También es posible que los canales financieros hayan adquirido mayor importancia. Los tipos de interés a largo plazo tienden a evolucionar paralelamente, y la correlación entre los precios de las acciones de los principales países industrializados se ha incrementado progresivamente, lo que puede haber intensificado la sincronía de los ciclos económicos de dos

Participación del comercio exterior¹				
	1981-90	1991-2000	2000	2001
	en porcentaje del PIB			
Estados Unidos	9,3	11,4	13,0	11,9
Zona del euro ²	14,8	15,0	19,3	19,3
Japón	11,3	9,1	10,0	10,1
Reino Unido	26,1	27,1	29,0	28,2
Canadá	26,0	35,1	42,9	40,7
Australia	16,5	19,6	22,4	22,2
Suecia	32,2	35,7	44,5	43,5
Suiza	35,8	36,1	44,0	44,2

¹ Media de exportaciones e importaciones de bienes y servicios. ² Excluido el comercio transfronterizo interno.

Fuentes: BCE; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.2

formas. Por un lado, la rápida reacción de los precios de los mercados financieros frente a los cambios de la situación macroeconómica acelera la transmisión de las perturbaciones de unos países a otros. Por el otro, durante las últimas décadas se ha producido un aumento de la financiación a través de los mercados de capital. Aunque las estructuras financieras y los balances varían extraordinariamente según el país, y la influencia de los mercados de capital suele ser mayor en los países de habla inglesa que en la zona del euro o en Japón, los cambios en los mercados financieros cada vez más interrelacionados tienden a producir efectos en la demanda interna más intensos y sincronizados que antes.

A pesar de estas tendencias seculares, el grado subyacente de sincronía económica podría ser menor de lo que indican los acontecimientos de 2001. En primer lugar, durante la última desaceleración intervinieron factores comunes transitorios y posiblemente reversibles. La subida de los precios del petróleo en 1999 y 2000 (véase el cuadro II.3) encareció las importaciones y redujo los beneficios empresariales, frenando así el consumo privado y el gasto de las empresas. La política monetaria también se endureció en la mayoría de los países durante 1999–2000. Pero quizás, el acontecimiento más importante fue el estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas, que provocó un deterioro espectacular y sincronizado en los mercados mundiales de capital. Como resultado, se produjo una pronunciada caída de la inversión empresarial fija y de las existencias (componentes de la demanda relativamente intensivos en comercio), lo que aumentó la importancia del canal comercial. Por último, los atentados del 11 de septiembre de 2001 dañaron la confianza de todos los países.

En segundo lugar, parece que la sincronía de la reciente desaceleración ha sido muy marcada si se compara con la recesión de principios de los años 90. Sin embargo, los acontecimientos que ocurrieron entonces fueron bastante excepcionales. En 1991, cayó la producción en Estados Unidos y en otros importantes países de habla inglesa, pero no fue hasta dos años más

En 2001, se produjeron perturbaciones generalizadas transitorias y posiblemente reversibles

¿Vuelta a la situación existente en los años 70 y 80?

Comercio y precios en el mercado internacional ¹					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 ²
	variación porcentual anual				
Volumen del comercio	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Precios de los bienes en el mercado internacional (en dólares de EEUU)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Manufacturas	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Petróleo	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Otros productos	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Relación de intercambio					
Economías avanzadas ³	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Economías en desarrollo	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

¹ Sólo bienes. ² Previsión del FMI. ³ Países industrializados avanzados y países asiáticos recientemente industrializados (Corea, Hong Kong RAE, Singapur y Taiwán, China).

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

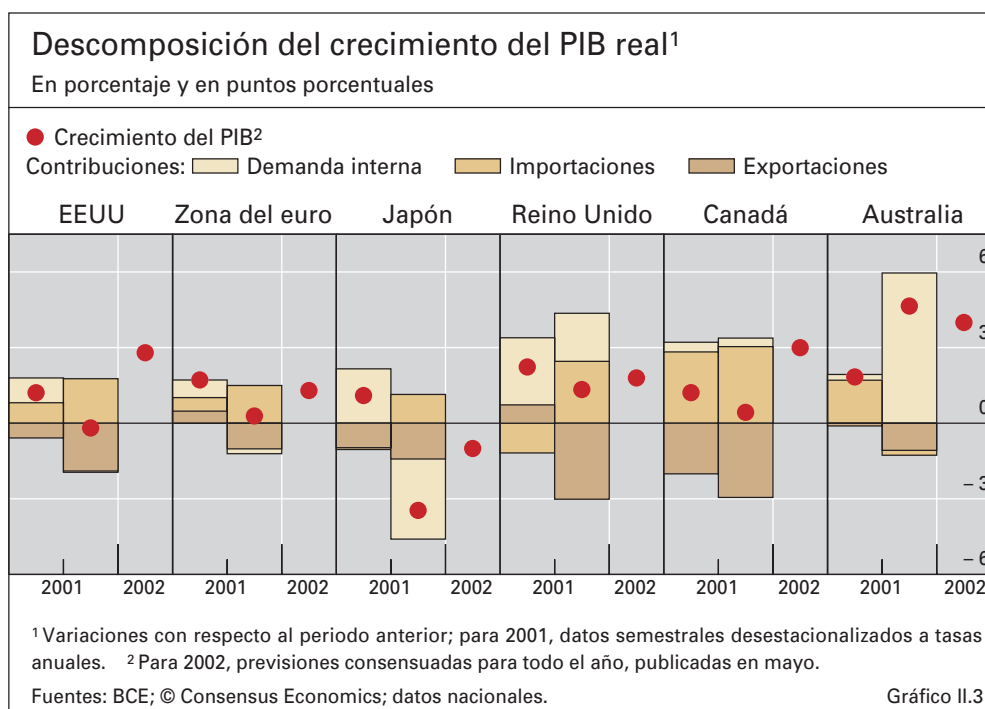
Cuadro II.3

tarde cuando lo hizo en Europa continental y en Japón. La ausencia de sincronía a principios de los años 90 se puede atribuir sobre todo a perturbaciones y acontecimientos específicos de los países, especialmente la reunificación de Alemania y el fin de la burbuja de los precios de los activos en Japón. Esta última circunstancia también se dejó sentir durante bastante tiempo en los balances, lo que lastró la actividad económica durante toda la década de los 90. El consiguiente distanciamiento de Japón con respecto al ciclo económico de otros países industrializados se acentuó con la crisis asiática de 1997–98. Desde este punto de vista, la sincronización observada el año pasado podría reflejar simplemente una vuelta a la situación existente en los años 70 y 80.

No se debe exagerar la sincronía de 2001

En tercer lugar, no debe exagerarse la sincronía de los ciclos económicos en 2001. Aunque el crecimiento se vio afectado en todas partes, los acontecimientos macroeconómicos ocurridos en las principales economías siguieron pautas diferentes que reflejaron la influencia de los factores específicos de cada país. Fuera de Estados Unidos, la situación en los países de habla inglesa fue más favorable, incluso en los que mantienen mayores lazos económicos con Estados Unidos (sobre todo Canadá). El Reino Unido creció en 2001 más deprisa que el resto de países del G-7, aunque el producto disminuyó a finales de año. Estos resultados fueron posibles principalmente gracias a la combinación de un consumo pujante y de un fuerte crecimiento de la inversión pública. En Australia, a pesar de sus relaciones comerciales con Japón y con Asia oriental, la economía creció un 2,5% el año pasado, gracias a una fuerte demanda interna, a un tipo de cambio competitivo y al buen comportamiento de la oferta tras muchos años de liberalización económica (véase el gráfico II.3).

La desaceleración mundial afectó a otras regiones más de lo que hubiera cabido esperar. Japón, que ya se había estancado mientras la economía de



Estados Unidos crecía a un ritmo fuerte, fue el único país industrializado en el que el PIB disminuyó en 2001. El descenso de las exportaciones agravó la recesión económica del país, que ya se encontraba en dificultades por los problemas del sector bancario, la fragilidad de los balances de las empresas y las expectativas deflacionarias. En la zona del euro, la actividad se desaceleró considerablemente en el transcurso del año. En Alemania, el PIB disminuyó durante el segundo semestre de 2001, al frenarse la demanda interna como consecuencia de una fuerte corrección de las existencias y de la caída de la inversión. En Italia, la actividad también se ralentizó considerablemente, debido a una débil demanda interna. En otros países europeos, la producción se redujo, sobre todo en Suecia, donde se paralizó el consumo en 2001, y en Suiza, donde el escaso crecimiento mundial y la apreciación del franco suizo afectaron a la demanda de exportaciones.

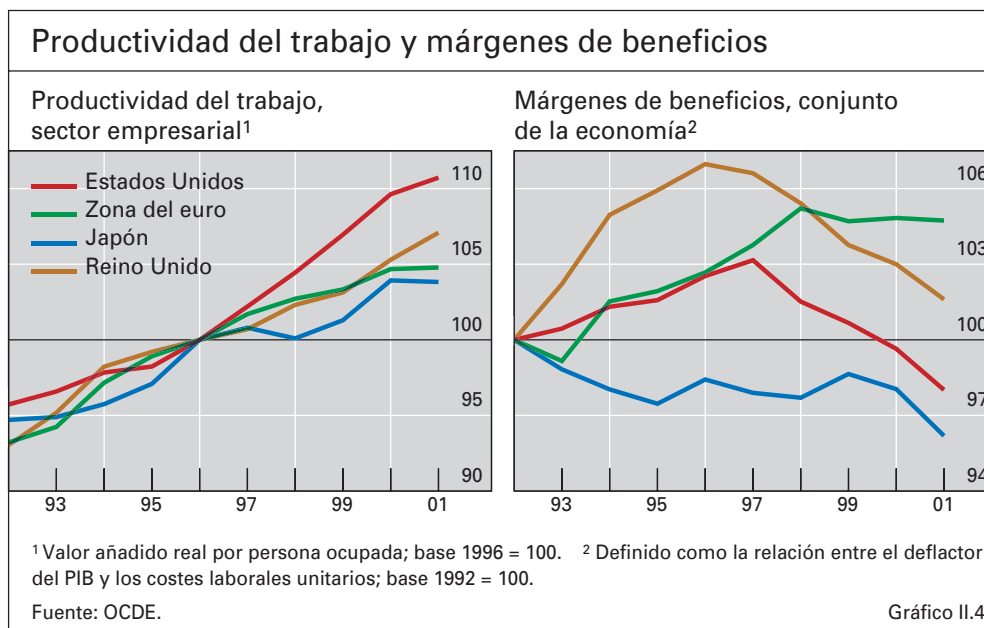
En conjunto, parece que la desaceleración sincronizada de 2001 se debió principalmente a perturbaciones generalizadas, a las que contribuyeron la elevada intensidad comercial de los componentes de la demanda que más se vieron afectados. En ese sentido, fue similar a las recesiones de principios de los años 70 y 80. Esto implica que la recuperación mundial que comenzó a principios de 2002 puede no conllevar el mismo grado de sincronización (véase más adelante).

El papel de los sectores empresarial y manufacturero en la desaceleración

Una segunda característica de la desaceleración del año pasado, además de su elevado grado de sincronización mundial, fue el contraste entre la evolución del sector empresarial y de los hogares. Esto provocó fuertes diferencias entre los resultados de los sectores orientados hacia el interior y aquellos orientados hacia el exterior, especialmente en los países cuya moneda se había apreciado notablemente en los últimos años. Por ejemplo, el producto del sector manufacturero disminuyó considerablemente en Estados Unidos y en el Reino Unido, mientras que la construcción pública y residencial, así como el sector servicios, sortearon relativamente bien la fase contractiva del ciclo.

Contraste entre la evolución del sector empresarial y de los hogares

La desaceleración mundial se desató por una vertiginosa caída de la producción de manufacturas, especialmente en el sector de la alta tecnología. Un elemento fundamental fue la considerable y rápida disminución de la inversión empresarial, en respuesta a la merma de los beneficios. Aunque la mayoría de las empresas supo aprovechar los bajos tipos de interés y el fuerte crecimiento del producto durante la década de los 90, sus beneficios han sufrido crecientes presiones en los últimos años. Los márgenes de beneficio de las empresas estadounidenses se han reducido desde 1997, ya que casi todos los incrementos de la productividad han sido absorbidos por la remuneración del trabajo. Los márgenes, reducidos por la subida de los precios del petróleo y por un endurecimiento anterior de las condiciones crediticias en algunos sectores, disminuyeron aún más en el periodo previo a la desaceleración (véase el gráfico II.4). Este empeoramiento, patente también en algunos de los principales países industrializados, se vio agravado por el creciente exceso de capacidad en algunos sectores, que agudizó las presiones



deflacionarias y limitó el margen de maniobra de las empresas para fijar sus precios.

La producción industrial también disminuyó, debido a una considerable corrección de las existencias que fue especialmente significativa en Estados Unidos. En cambio, en Japón, la proporción de las existencias en relación a las ventas se mantuvo en un nivel elevado, a pesar de que la producción industrial cayó a finales de 2001 al nivel más bajo de los últimos 14 años. Como ya se ha señalado, los atentados del 11 de septiembre tuvieron una enorme repercusión internacional. No sólo alteraron la producción en las fábricas, sino que también mermaron la confianza de las empresas en todo el mundo y agravaron la desaceleración del comercio internacional.

El gasto empresarial disminuyó todavía más debido a la evolución de los precios de los activos y a los cambios de las condiciones financieras, que llevaron a las empresas a intentar reconstruir sus flujos de caja y reducir sus requisitos de financiación recortando el gasto. En primer lugar, los beneficios empresariales declarados se vieron afectados por las considerables pérdidas tras unas adquisiciones que resultaron muy caras. En segundo lugar, al revisarse significativamente a la baja las expectativas de beneficios a corto plazo, muchas empresas también tuvieron que hacer frente a una imprevista falta de liquidez, en un contexto de baja actividad y de acceso restringido a algunos mercados de crédito. En tercer lugar, mientras que la fortaleza de sus monedas agravó los problemas a los que se enfrentaban los productores de Estados Unidos y del Reino Unido, el gasto empresarial en la zona del euro se vio especialmente afectado por el exceso de capacidad y por una importante corrección de los precios de las acciones en el sector de las telecomunicaciones.

En los últimos 18 meses, también se ha registrado un notable cambio en la financiación en el sector empresarial. Los prestatarios empresariales con alta calificación crediticia aprovecharon la suavización de la política monetaria y el giro hacia la financiación con bonos. Su emisión de títulos de deuda

Las empresas tuvieron que reducir su déficit financiero

siguió siendo alta, sobre todo en Estados Unidos y en el Reino Unido. A medida que se acentuaba la desaceleración, los inversionistas comenzaron a ser más selectivos y los diferenciales de los títulos empresariales no aptos para la inversión aumentaron, contrarrestando el efecto estimulador de la reducción de los tipos de interés a corto plazo. Como se señala en el capítulo VI, la solvencia de algunos tipos de empresas prestatarias empeoró debido a la reducción de beneficios y al aumento de quiebras que trajo consigo la desaceleración. Los riesgos específicos de cada sector desempeñaron un papel especial, sobre todo tras los acontecimientos de septiembre, y algunas industrias y empresas vieron seriamente reducido su acceso al crédito. Esta preocupación por el crédito también se tradujo en un endurecimiento de la concesión de préstamos por parte de los bancos y en la contracción del mercado de efectos comerciales en Estados Unidos. En Japón, la contracción del crédito se puede atribuir en gran medida a la escasa demanda. Al mismo tiempo, el creciente volumen de préstamos impagados en un periodo de deflación y el creciente número de quiebras redujeron la capacidad y la disposición de las instituciones financieras para facilitar crédito, especialmente a pequeñas y medianas empresas.

Mayores dificultades de acceso al crédito para las empresas, excepto en el caso de los prestatarios para inversiones de alta calificación

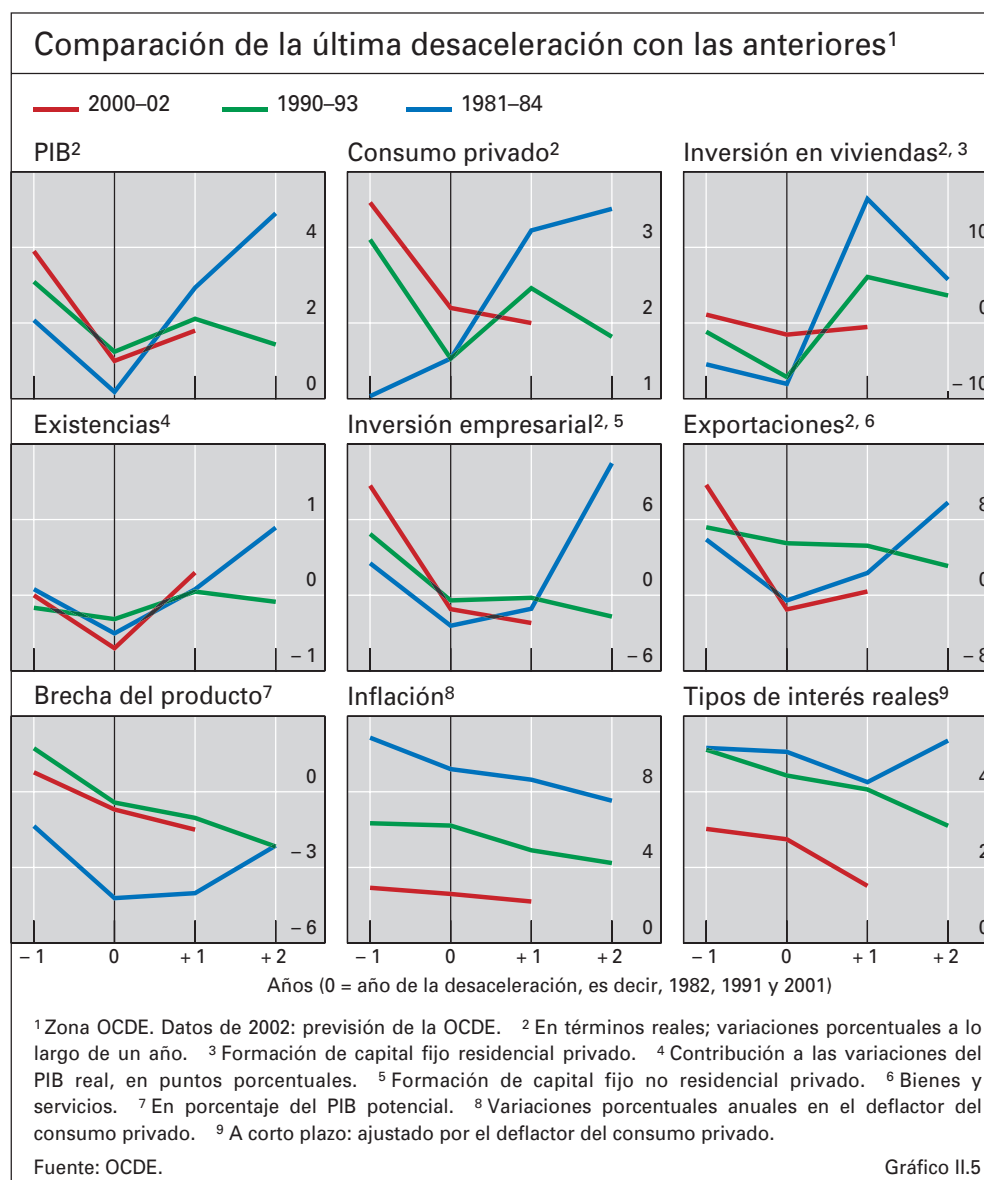
Condiciones crediticias, efecto-riqueza y gasto de las familias

En claro contraste con lo que ocurrió en el sector empresarial, el gasto de las familias mantuvo un buen ritmo en la mayoría de países, a pesar de los elevados niveles de deuda, de la caída de los precios de las acciones y de la creciente preocupación por las perspectivas laborales. El consumo privado se mantuvo muy activo en el Reino Unido e incluso aumentó en Australia. En Estados Unidos, el aumento de los despidos afectó a la renta de los hogares, pero las ventas al por menor resistieron extraordinariamente bien. Aunque el gasto de los hogares disminuyó en la zona del euro en su conjunto, se mantuvo alto en algunos países, especialmente en España y en Francia. En Japón, el consumo privado llegó a crecer en 2001.

La actividad del sector de la construcción también siguió una pauta excepcional. Al contrario que en Alemania (donde ha continuado disminuyendo tras el auge que se produjo después de la unificación) y en Japón (donde el gasto en obras públicas se ha reducido recientemente), la construcción se vio impulsada por el gasto público, especialmente en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido. Además, la inversión en vivienda se sostuvo gracias a los precios de este sector en varios países. Esta solidez no es muy corriente, ya que en las desaceleraciones anteriores, la inversión en vivienda tendió a caer drásticamente en respuesta a la subida de los tipos de interés (véase el gráfico II.5).

Una de las causas de la capacidad de recuperación del gasto de los hogares fue la reducción de los tipos de interés a largo plazo y el dinamismo de los mercados hipotecarios. En Estados Unidos el tipo medio de los créditos a los hogares bajó dos puntos porcentuales durante el pasado año. A esto se sumó el bajo coste de la financiación ofrecida por los fabricantes de automóviles estadounidenses, lo que contribuyó a mantener el consumo privado hacia finales de 2001. En otros países de habla inglesa, los hogares

Capacidad de recuperación del gasto de las familias



supieron aprovechar el fuerte crecimiento de la financiación hipotecaria. Los coletazos de las primeras subidas de los precios de los activos podrían haber sido otro factor favorable. La relación entre el patrimonio neto y la renta de los hogares aumentó vertiginosamente durante la década de los 90 (más de 100 puntos porcentuales en Estados Unidos, el Reino Unido e Italia). Gran parte de esta mejora se debió a la subida de los precios de los activos financieros. Parece que el “efecto-riqueza” resultante fomentó el gasto de consumo durante la década de los 90, provocando una disminución casi general de las tasas de ahorro de los hogares, sobre todo en los países de habla inglesa. La única —e importante— excepción es Japón, donde el patrimonio neto de los hogares ha disminuido desde 1990, como consecuencia de la brusca caída de los precios de las acciones y del suelo, que se habían situado en niveles extremadamente altos.

Precios bajos de las acciones ...

Aunque los precios de las acciones comenzaron a bajar a principios de 2000, y siguieron haciéndolo en 2001, el consumo privado se mantuvo inesperadamente elevado en los países de la OCDE —aumentando en más

de un 2% en 2001—, a pesar de que el crecimiento del producto tan sólo alcanzó un 1%. Aún más desconcertante fue el hecho de que el gasto de los hogares se mantuviera mejor en los países donde se esperaban peores resultados tras la reducción de los precios de las acciones, como es el caso de Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido. Esto podría deberse a que el sustancial aumento del valor de la propiedad inmobiliaria que comenzó a mediados de los años 90 no mostró indicio alguno de moderación en 2001. De hecho, los precios de la vivienda han crecido durante el último lustro a una tasa anual cercana al 10% en términos reales en el Reino Unido, Irlanda, los Países Bajos y algunos países nórdicos, mientras que en la mayoría de los demás países industrializados lo hicieron en casi un 5% (véase el capítulo VII). Las principales excepciones fueron Alemania y Japón, donde los precios reales de la vivienda disminuyeron, y Canadá y Suiza, donde han permanecido generalmente estables durante los últimos años.

... pero significativo aumento del valor de la propiedad inmobiliaria

Teniendo en cuenta que el parque habitacional evoluciona con lentitud, es difícil calcular en qué medida podría el incremento del valor nominal del patrimonio inmobiliario aumentar el consumo. Por una parte, el efecto-riqueza es positivo, pero por otra, los alquileres de la vivienda tienden a subir cuando lo hacen los precios de las casas en propiedad. Aunque los propietarios de viviendas ahorren menos cuando suben los precios, los arrendatarios deben ahorrar más si aspiran a comprar una casa. Asimismo, los activos tangibles normalmente son menos líquidos que la riqueza financiera y las ganancias de capital son más ambiguas (ya que la información sobre los precios de la vivienda se encuentra más dispersa) y difíciles de materializar. Sea cual sea la influencia de la subida de los precios de la vivienda en el consumo, variará en función de la importancia del patrimonio inmobiliario.

En teoría, no está claro si la vivienda más cara afecta al consumo ...

No obstante, los efectos relacionados con los balances podrían constituir un importante mecanismo de transmisión de los precios de la vivienda al consumo. Una subida de los precios de la propiedad inmobiliaria eleva el valor de los activos fijos de los propietarios de viviendas con respecto a su pasivo. En Estados Unidos, las ventas anuales de viviendas se situaron en niveles significativamente altos en 2001, permitiendo a muchos hogares materializar las ganancias de capital a través de la venta de viviendas. Pero las transacciones de viviendas no son la única manera de obtener liquidez en las economías actuales. Como los hogares pueden obtener financiación presentando como garantía ganancias de capital todavía no obtenidas —es decir, sin vender sus hogares—, los activos reales se han convertido en activos mucho más líquidos. Se puede mejorar así la homogeneización intertemporal del consumo. La concesión más eficiente de crédito hipotecario de las últimas décadas podría haber acentuado esta tendencia.

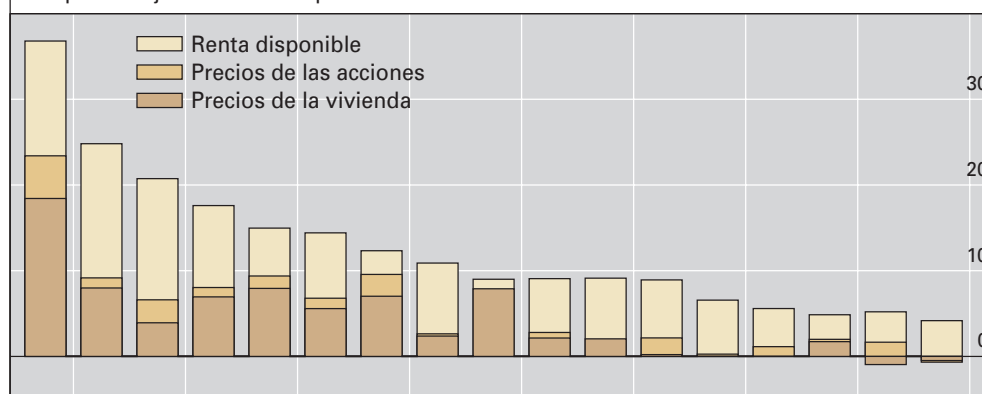
... pero los efectos relacionados con el balance podrían ser relevantes ...

Desde el punto de vista empírico, existen pruebas contundentes de que un aumento de la riqueza, tanto financiera como no financiera, produce un efecto positivo y significativo en el consumo. La subida del precio de la vivienda parece haber estimulado enormemente el consumo privado en los principales países de habla inglesa, los Países Bajos y los países nórdicos (véase el gráfico II.6). Sorprendentemente, parece que también ha ocurrido lo

... como demuestran las pruebas empíricas

Principales componentes del crecimiento del consumo privado real, 1996-2001¹

En porcentaje del consumo privado en 1995



AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; NO = Noruega; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Utilizando elasticidades estimadas calculadas durante el período 1975-2001; renta y precios de los activos ajustados por el deflactor del consumo privado.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico II.6

mismo en países donde la riqueza inmobiliaria no es tan importante como la riqueza financiera. Esto podría deberse a que la “intensificación financiera” de los balances de los hogares (es decir, la capacidad para obtener liquidez a partir del patrimonio inmobiliario) ha sido mayor en los países que tienen sistemas financieros de mercado que en aquellos que recurren principalmente a los bancos. Estados Unidos constituyó quizá el ejemplo más destacado en 2001. La rápida subida de los precios de la vivienda, sumada a la creciente refinanciación de los créditos hipotecarios, amortiguó considerablemente los efectos negativos de la caída de la bolsa, del empeoramiento del mercado de trabajo y de la merma de confianza que supusieron los atentados del 11 de septiembre.

Indicios de mejora de las perspectivas económicas en 2002

Las perspectivas de la economía mundial han mejorado significativamente desde finales de 2001 y el comercio mundial parece estar recuperándose. En Estados Unidos, la producción se recuperó en el cuarto trimestre del año pasado y cobró una fuerza extraordinaria en el primer trimestre de 2002, aunque algunos indicadores señalan que desde entonces la actividad ha disminuido en cierta medida. En la zona del euro, las empresas también recuperaron la confianza, lo cual lleva a pensar que la recuperación está extendiéndose. Por el contrario, el consumo privado se mostró rezagado durante los primeros meses de 2002, a causa del aumento significativo de los precios y de la baja tasa de empleo. En Japón, las perspectivas a corto plazo se mantuvieron poco halagüeñas, aun a pesar de que las encuestas a las empresas y los datos más recientes sobre las exportaciones y la producción industrial

apuntan a que la desaceleración puede estar tocando fondo. Sin embargo, al seguir reduciéndose los salarios nominales, las perspectivas de consumo privado permanecen exiguas.

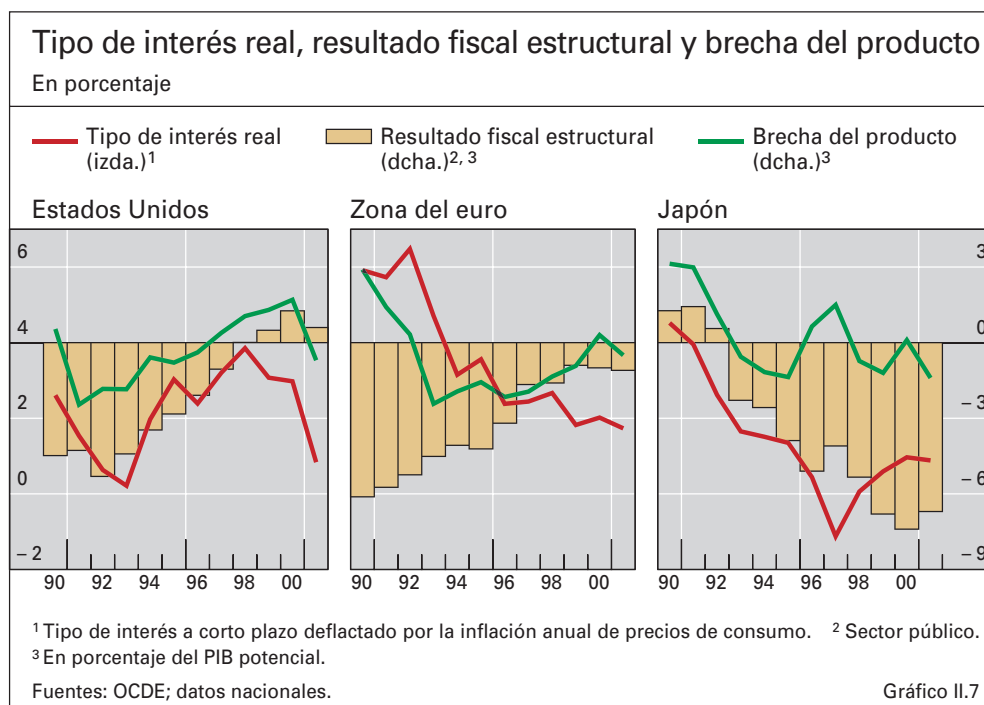
Factores a favor de la recuperación actual

Tanto la suavización de la política monetaria como una postura fiscal más expansiva han contribuido a mantener la demanda agregada (véase el gráfico II.7). A medida que aumentaba la desaceleración el año pasado, los tipos de interés a corto plazo fueron bajando considerablemente. Esta significativa suavización de la política monetaria ha sido especialmente importante en Estados Unidos, donde el año pasado la Reserva Federal redujo rápidamente los tipos oficiales hasta niveles a los que no se llegaba desde los años 60. Asimismo, las políticas presupuestarias en todo el mundo han adquirido tintes más expansivos, siendo el gasto público especialmente intenso en el Reino Unido. Estados Unidos realizó importantes rebajas fiscales el verano pasado y el gasto público ha crecido considerablemente, sobre todo desde los atentados terroristas. A principios de este año se adoptaron nuevas medidas, aunque menos extensas de lo previsto. La relajación de la política presupuestaria de Estados Unidos en 2002 podría alcanzar casi un 1,5% del PIB. También se espera que la política fiscal apoye la demanda en Canadá, Noruega y Suecia.

Políticas de apoyo

Además del estímulo fiscal provisional, otros factores excepcionales también han favorecido la recuperación. En primer lugar, la caída de los precios del petróleo hasta finales de 2001 redujo la inflación general, lo que contribuyó a mantener la renta real disponible. En segundo lugar, las variaciones de las existencias reforzaron enormemente el producto mundial a comienzos de 2002, sobre todo en los sectores del automóvil y de la

Factores excepcionales que han coadyuvado a la recuperación



tecnología de la información (TI). Al mismo tiempo, los últimos indicadores señalan que la recuperación mundial encabezada por Estados Unidos puede estar extendiéndose a otros sectores y regiones. La construcción de viviendas aumentó considerablemente a comienzos de 2002 en Estados Unidos, así como en otros importantes países de habla inglesa. Asimismo, al considerarse que los productos de alta tecnología tienen una vida económica relativamente breve, la capacidad actual podría quedarse obsoleta rápidamente y hacer más necesaria la adquisición de nuevo equipamiento. La inversión estadounidense en equipos y programas informáticos aumentó en el primer trimestre de 2002.

Factores que podrían dificultar la recuperación

Pueden aparecer dificultades en las condiciones de los mercados financieros ...

No obstante, las condiciones del mercado financiero podrían moderar la recuperación. Los rendimientos de los bonos del Estado no respondieron a la suavización de la política monetaria del año pasado y han estado muy ligados a los cambios de opinión de los inversionistas con respecto a la recuperación desde octubre de 2001. Los tipos de interés aumentaron a finales del año pasado en un contexto de mayor optimismo sobre las perspectivas macroeconómicas generales, mayor preocupación por la situación fiscal en algunos países y expectativas de un temprano endurecimiento monetario (véase el capítulo IV). Sin embargo, a medida que aumentaba la preocupación entre los inversionistas sobre la fuerza de la recuperación, los tipos de los bonos volvieron a bajar en abril y mayo de ese año, y los diferenciales de las empresas se redujeron ligeramente. Aunque estos factores deberían favorecer la recuperación, la capacidad de las empresas para obtener financiación continúa limitada, debido a la mayor cautela que muestran los inversionistas tras una serie de quiebras de primer orden que se produjeron en diversos países.

... y en los balances de situación empresariales

En cuanto a las empresas, es importante saber a qué ritmo pueden recuperarse los beneficios. Por una parte, el coeficiente entre los beneficios y el PIB se ha mantenido relativamente estable en la zona del euro. En Japón, la última encuesta *Tankan* muestra que las empresas japonesas esperan que los beneficios se recuperen a un ritmo bastante rápido en 2002. En Estados Unidos, una marcada disminución de los costes laborales unitarios contribuyó a una importante recuperación de los beneficios en los últimos trimestres, lo que hace esperar que la espectacular disminución de la participación en los beneficios registrada en 2001 pudiera invertirse pronto. Por otra parte, cualquier acercamiento de los tipos de interés a niveles más normales elevaría el coste del servicio de la deuda y ejercería mayores presiones sobre los márgenes de beneficios, lo que podría obligar a las empresas a seguir corrigiendo sus balances antes de que la inversión pueda recuperarse. El exceso de capacidad también podría minar la inversión empresarial durante mucho tiempo. De hecho, la actual debilidad de los precios de los semiconductores indica que sigue habiendo un considerable exceso de capacidad en el sector de la TI. Asimismo, la tasa de utilización de la capacidad en el sector manufacturero de los países de la OCDE se mantiene muy por debajo de la media de la

década de los 90. Una importante excepción es la zona del euro, donde el exceso de capacidad —salvo en el sector de las telecomunicaciones— parece más limitado.

La recuperación podría variar según los países

El impulso de la recuperación tangible de principios de 2002 ha sido muy diferente en cada país, quizás por no concurrir la mayoría de los factores que generaron un alto grado de sincronización durante la desaceleración.

En primer lugar, las políticas adoptadas han variado considerablemente en cada país. Un factor evidente es el distinto grado de suavización de la política monetaria. Teniendo en cuenta los niveles de inflación y producción (véase el capítulo IV), los tipos de interés a corto plazo han bajado menos en Europa que en Estados Unidos y apenas han variado en Japón, donde se encuentran cercanos al nivel cero. También existen sorprendentes disparidades en lo que se refiere a la política fiscal. Mientras que la orientación presupuestaria se ha vuelto claramente expansiva en los principales países de habla inglesa, en la zona del euro los actuales niveles de déficit y deuda han limitado en mayor medida la demanda pública. Aunque en 2001 se permitió la intervención de los estabilizadores automáticos para amortiguar el efecto de la desaceleración, el tono de la política fiscal podría endurecerse ligeramente en 2002. En Japón, se ha impuesto un estricto tope a la financiación mediante bonos y el presupuesto adoptado para el ejercicio fiscal de 2002 prevé una considerable disminución del gasto público, especialmente en obras públicas.

Diferentes ritmos de recuperación

En segundo lugar, y quizá más importante, la tasa de crecimiento potencial parece diferir mucho entre los principales países industrializados, lo que implicaría una recuperación cíclica más acusada en Estados Unidos dada la magnitud de las distintas brechas del producto existentes. La productividad del trabajo en el sector no agrario estadounidense se mantuvo alta durante la desaceleración, creciendo un 2% anual entre 1996 y 2001 (véase el gráfico II.4). Esto, unido a un rápido crecimiento de la tasa de población activa, conlleva una tasa de crecimiento potencial del producto relativamente alta, lo que contribuiría a mantener los beneficios empresariales y los incrementos salariales reales. Los resultados del resto de los principales países industrializados han sido menos significativos. En Japón, la tasa media de crecimiento del producto registrada durante la última década ha sido muy baja, y la productividad del trabajo tan sólo ha crecido a un ritmo anual de un 0,75% durante los últimos cinco años. En la Unión Europea, el aumento medio anual de la productividad del trabajo ha sido del 1,25% durante el último lustro y el crecimiento potencial sigue viéndose limitado por el estancamiento de la población activa y por las rigideces estructurales existentes tanto en los mercados de productos como de trabajo. No obstante, el desempleo estructural ha disminuido en algunos países gracias a los incentivos para la contratación de trabajadores jóvenes o no cualificados. Por ejemplo, Francia ha reducido las contribuciones a la seguridad social para los trabajadores menos cualificados, mientras que otros países europeos han fomentado la

Diferentes perspectivas de crecimiento subyacentes

contratación mediante un mercado laboral más flexible. Sin embargo, esas medidas podrían haber perjudicado en cierta medida la productividad del trabajo en un primer momento, aunque logren aumentar el crecimiento potencial a largo plazo.

Perspectivas a medio plazo

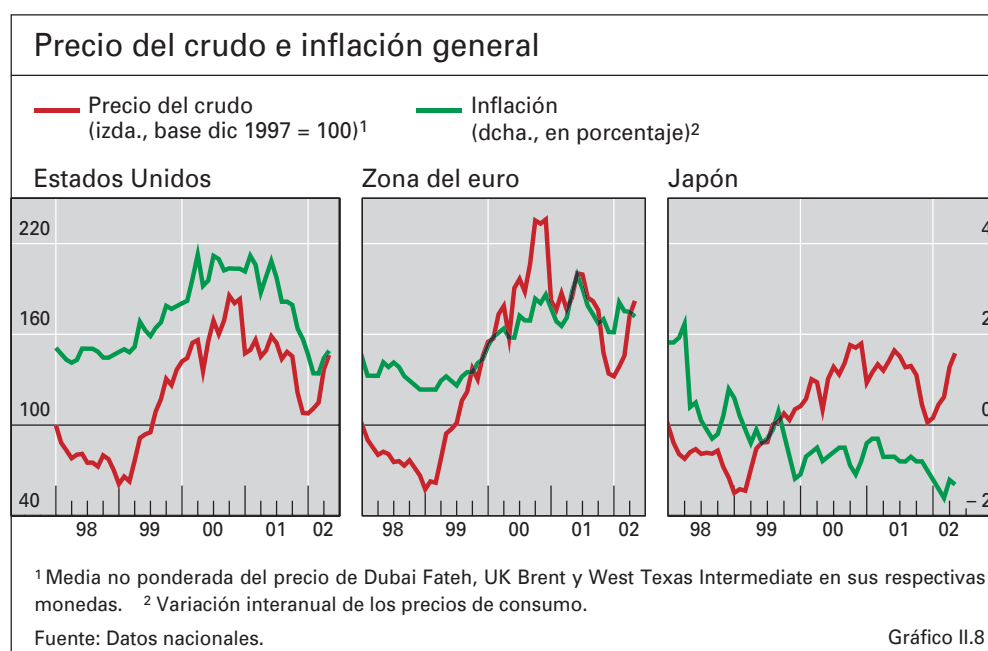
Más allá de los próximos trimestres, el ímpetu de la recuperación mundial actual podría depender sobre todo de las perspectivas de inflación, así como de los equilibrios financieros internos y externos.

Perspectivas de la inflación

A medida que la desaceleración mundial se intensificaba en 2001, las presiones inflacionarias fueron disminuyendo en la mayoría de los países. Sin embargo, esta bajada generalizada de la inflación se debió en gran medida al descenso de los precios de las materias primas (véase el gráfico II.8). La inflación subyacente —es decir, excluidos los precios de los alimentos y de la energía— se ha mantenido relativamente estable, y en la zona del euro incluso ha sobrepasado el 2%.

En Estados Unidos, la inflación general disminuyó considerablemente, pasando de casi un 4% a comienzos de 2001 a tan sólo un 1% un año más tarde. En Japón, los precios de consumo continuaron bajando a un ritmo algo más rápido en el segundo semestre de 2001. En el Reino Unido, la inflación general disminuyó con rapidez, debido principalmente a la reducción de los tipos hipotecarios. Si se excluye este efecto, la reducción de la inflación fue menos pronunciada, quedando justo por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra. En Suiza, la apreciación de la moneda situó la inflación general en un nivel cercano a cero hacia finales de 2001. En cambio, los precios de consumo en la zona del euro subieron vertiginosamente en el primer

Se espera que la
inflación mundial
permanezca baja ...



semestre de 2001, debido al aumento de los impuestos indirectos (en Alemania y los Países Bajos), al encarecimiento temporal de los alimentos y al efecto retardado que tuvieron la subida de los precios del petróleo y un menor tipo de cambio. Sin embargo, la inflación disminuyó durante el segundo semestre, aunque se mantuvo en un nivel algo superior al objetivo anunciado por el Eurosistema.

Se espera que la inflación mundial permanezca baja durante 2002, sobre todo teniendo en cuenta la suavización de las tensiones en el mercado de trabajo. La capacidad de las empresas para fijar los precios continúa limitada en todos los países por el todavía gran exceso de capacidad y por la creciente competencia en los mercados internacionales.

No obstante, sigue habiendo ciertos riesgos de inflación. En los países europeos con mercados de trabajo rígidos, los asalariados podrían reaccionar frente a la mejora de las perspectivas de crecimiento pidiendo salarios más altos. El impacto podría ser aún mayor si los sindicatos también reivindicaran compensaciones por pérdidas salariales anteriores. Además, los precios de la energía han subido recientemente y podrían seguir haciéndolo en un clima político inestable. Los principales países productores de petróleo se han comprometido a ajustar la oferta para mantener estables los precios, pero está por verse si la medida será suficiente para impedir que los precios de la energía se encarezcan. También pueden existir otras presiones inflacionarias en países donde el tipo de cambio está expuesto a caídas bruscas o donde los precios de la vivienda han subido de forma cuantiosa.

Afortunadamente, las recientes oscilaciones de la inflación podrían haber reducido el riesgo que esas presiones inflacionarias suponen para la estabilidad de los precios a medio plazo. Parece que tras la notable

... en respuesta a las fuerzas seculares, a pesar de los riesgos a corto plazo

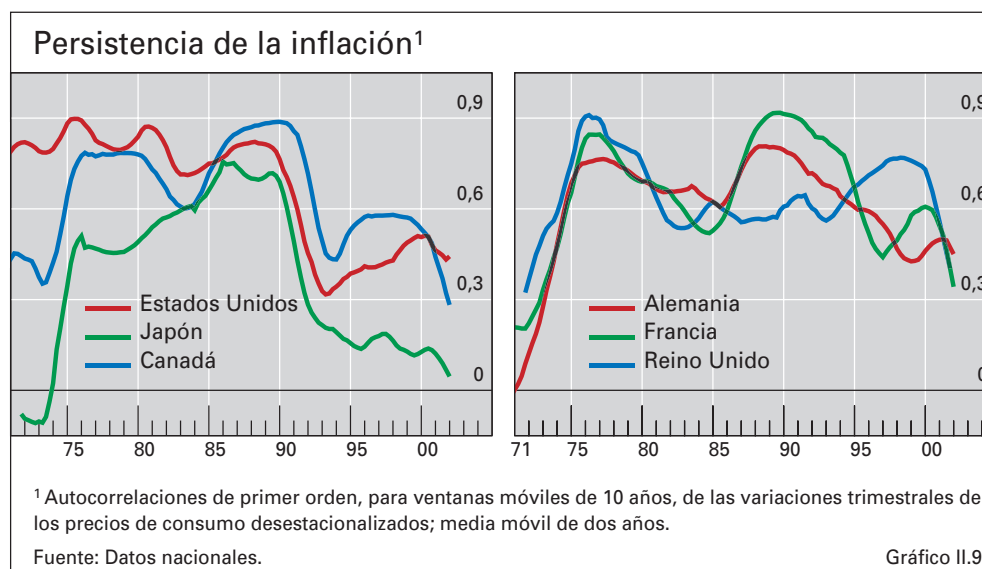
Expectativas inflacionarias mejor ancladas

Principales características de la inflación en los países industrializados avanzados ¹					
	Periodo	Media	Dispersión ²	Variabilidad ³	Persistencia ⁴
Estados Unidos	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Países europeos ⁵	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japón	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canadá	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australia	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Países industria- lizados avanzados ⁵	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

¹ Cálculos basados en variaciones porcentuales anuales del índice de precios al consumo trimestral desestacionalizado (para la persistencia a corto plazo, variaciones trimestrales). ² Calculada como la desviación estándar. ³ Coeficiente entre la desviación estándar y la media aritmética. ⁴ Coeficiente de autocorrelación de primer orden de las variaciones trimestrales; los valores inferiores de los años 90 indican disminuciones de la persistencia a corto plazo. ⁵ Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 1995.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.4



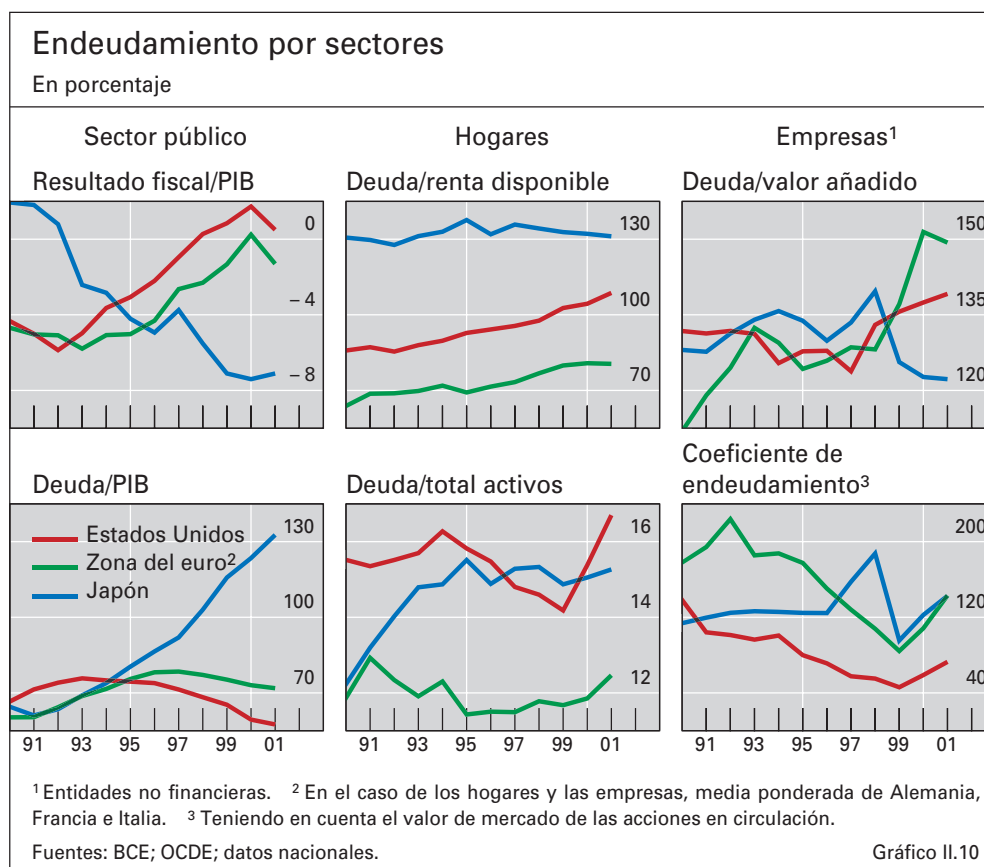
disminución del nivel y volatilidad de la inflación en la década de los 90 (véase el cuadro II.4), las expectativas inflacionarias están mejor ancladas. En concreto, en el nuevo clima de inflación baja y controlada, parece que los agentes miran más hacia el futuro y basan sus expectativas de inflación en la política monetaria y no tanto en las tasas de inflación anteriores (véase el capítulo IV). En este sentido, la persistencia a corto plazo de los cambios en la inflación se ha reducido, especialmente durante el último decenio (véase el gráfico II.9). Este cambio, que se ha puesto de manifiesto sobre todo en los países que cuentan con un sistema de objetivos de inflación, implica que la inflación pasada ya no es tan relevante a la hora de explicar la inflación actual.

Desequilibrios internos

El segundo factor que podría influir en la capacidad de sostenimiento de la recuperación a medio plazo es el grado de endeudamiento. La deuda del sector privado aumentó considerablemente durante la década de los 90 y los balances de las empresas y de los hogares no mejoraron durante 2001 al mismo ritmo que durante desaceleraciones anteriores. Esta cuestión ha despertado gran interés. ¿Exigirán los elevados niveles de deuda una corrección más profunda de los balances? ¿Conllevarán en algún momento un drástico recorte del gasto? No es fácil responder a estas preguntas, entre otras cosas porque los diferentes indicadores sugieren conclusiones distintas (véase el gráfico II.10).

Examinando primero la evolución de la tasa de ahorro neta (es decir, la diferencia entre ahorro e inversión), los hogares en la mayoría de los países experimentaron un significativo descenso durante la década de los 90 (véase el gráfico II.11). Los excedentes se redujeron drásticamente en Japón y se transformaron en déficit en Estados Unidos. En este último caso, un factor decisivo fue que la reducción de los tipos de interés nominales y los considerables incrementos patrimoniales indujeron a los hogares a financiar el aumento del gasto endeudándose todavía más. En este sentido, la evolución

Significativo descenso de la tasa de ahorro neta de los hogares

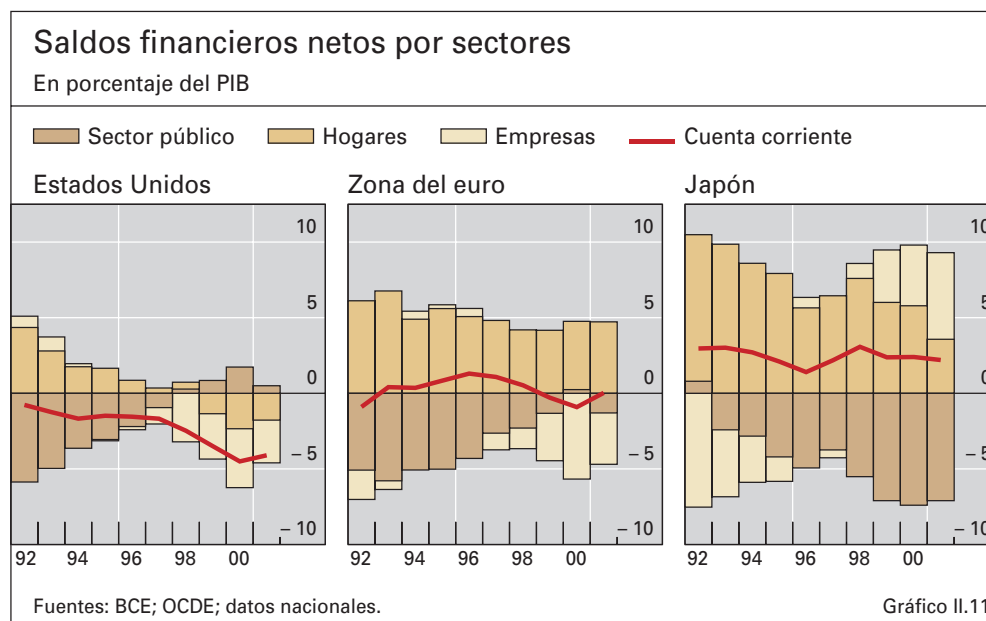


de los mercados hipotecarios ha sido especialmente importante, ya que no sólo ha reducido las restricciones de liquidez, sino que también ha permitido a los hogares limitar el aumento de los costes del pago de la deuda. Así por ejemplo, en 2001 los hogares mejoraron sus saldos financieros y redujeron los pagos de intereses sustituyendo ciertos tipos de deuda por créditos hipotecarios.

En Japón, para contrarrestar el gran nivel de deuda acumulado en el pasado, las entidades no financieras han recortado el gasto en inversión y han utilizado su creciente excedente de ahorro. En cambio, en la zona del euro se ha producido una escasez de ahorro cada vez mayor, aunque se ha debido en parte a los incentivos fiscales para reducir los beneficios no distribuidos. En Estados Unidos, el déficit financiero de las empresas, que había aumentado durante la década de los 90, disminuyó el año pasado cuando éstas redujeron su gasto de inversión y sus existencias. Por consiguiente, la relación entre el coste de intereses y el flujo de caja es hoy mucho menor que en vísperas de la recesión de 1990–91.

Pasando a los indicadores de deuda, la tasa de endeudamiento bruto tanto de los hogares como de las empresas ha aumentado en general en los países industrializados avanzados desde mediados de los años 90 y actualmente son más altas de lo que suelen serlo al comienzo de una recuperación. Las deudas pendientes representan más de un 100% de la renta disponible de los hogares en los países del G-7, lo que equivale a un aumento de 10 puntos porcentuales desde la última desaceleración económica. El coeficiente entre la deuda de las entidades no financieras y el

Los niveles de deuda privada son altos ...



PIB casi alcanzó el 90% en los países del G-7 en 2001, frente a aproximadamente un 80% hace 10 años. Preocupan especialmente los niveles de deuda del sector de equipos de alta tecnología y de telecomunicaciones, en el que las empresas tendrán que mejorar sus balances en un clima de exceso de capacidad y bajada de precios.

... pero no tanto comparados con los niveles actuales de los precios de los activos

Sin embargo, el volumen de deuda sigue pareciendo relativamente modesto cuando se tienen en cuenta los precios de los activos. De hecho, la subida de los precios de los activos registrada durante la década de los 90 ha aumentado el patrimonio neto de los hogares en la mayoría de los países del G-7. En la actualidad, la deuda representa tan sólo un 15% de la riqueza bruta de los hogares, lo que supone aproximadamente el mismo nivel que a comienzos de los años 90. Asimismo, el coeficiente de endeudamiento de las empresas ha disminuido en los últimos 10 años. No obstante, el coeficiente de endeudamiento de las empresas japonesas aumentó en 2001, ya que la caída del precio de las acciones contrarrestó las cuantiosas amortizaciones de deuda.

La ausencia de un claro indicador para calificar la deuda como "insostenible" no significa que las consideraciones financieras no pongan en peligro las perspectivas de crecimiento futuro. En primer lugar, una parte significativa de la mejora del flujo de caja de las empresas observada en 2001 tuvo su origen en el ajuste de las existencias y el recorte de la inversión. El flujo de caja podría empeorar de nuevo, una vez que concluya el ajuste de las existencias o si la inversión se recupera antes de obtener beneficios. En segundo lugar, en muchos sectores se ha producido un empeoramiento generalizado de la calidad del crédito. Los prestatarios muy endeudados del sector europeo de las telecomunicaciones, obligados a solicitar aún más préstamos para instalar las infraestructuras necesarias, están enfrentándose a primas de riesgo más altas. En tercer lugar, los precios actuales de algunos activos se sitúan en niveles que hacen que la deuda privada parezca relativamente modesta, y podrían resultar excesivos.

Algunos observadores temen que los precios de la vivienda vuelvan a bajar, mientras que otros sostienen que la reciente subida no se contradice con las variables fundamentales. Más importante aún es el hecho de que la relación precio/beneficios de los valores se haya mantenido relativamente alta durante la desaceleración (véase el capítulo VI). De no cumplirse las previsiones sobre beneficios reflejadas en los precios de las acciones, podrían producirse algunos ajustes a la baja. En este sentido, son especialmente importantes las perspectivas a largo plazo de la productividad, que parecen haber mejorado, sobre todo en Estados Unidos. Asimismo, la creciente competencia en los mercados sigue reduciendo los márgenes de beneficios, y se prevé que los asalariados absorban parte de los incrementos de la productividad. Por consiguiente, incluso si el crecimiento de la productividad se mantiene elevado y se produce una fuerte recuperación, podría ser difícil para las empresas estadounidenses conseguir que su participación en la renta nacional vuelva a alcanzar el máximo de 1996–97.

Los recientes acontecimientos ocurridos en el sector público también son motivo de preocupación. A pesar de las mejoras registradas en Estados Unidos y Europa, el coeficiente entre deuda pública y PIB ha permanecido elevado, lo cual indica que los gobiernos aún no han hecho lo suficiente para recuperar su margen de maniobra tras los excesos de las décadas de los 70 y los 80. Esta situación es especialmente grave ya que el envejecimiento de la población acabará por elevar considerablemente la tasa de endeudamiento a medio plazo. Asimismo, la política fiscal se suavizó durante la última desaceleración, lo que implicará cierto endurecimiento en el futuro. El superávit fiscal en Estados Unidos ha desaparecido rápidamente tras la desaceleración de la economía y las considerables reducciones de impuestos. Las perspectivas presupuestarias a largo plazo también han empeorado y podrían hacerlo aún más a la luz de los acontecimientos del 11 de septiembre. Se ha previsto en el presupuesto que vuelvan a aumentar los gastos militares, cuya disminución fue uno de los principales factores que reforzó la consolidación de la situación fiscal de Estados Unidos en la última década.

En la zona del euro, el presupuesto agregado de los gobiernos siguió registrando déficit en 2001, a pesar de que el producto se acercó a su nivel potencial. En algunos países, la relación entre el déficit y el PIB se aproximó al tope del 3%, mermando la confianza en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En Japón, la situación fiscal es motivo de especial preocupación. Debido al elevado y creciente nivel de deuda pública, las agencias de calificación crediticia han revisado a la baja la calificación de la deuda soberana a largo plazo del país. Además, el aumento significativo de préstamos impagados podría minar la credibilidad de las instituciones financieras y hacer necesaria una inyección de fondos públicos en los bancos.

Persisten los desequilibrios externos

Una última cuestión que puede tener consecuencias para los mercados financieros y para el futuro crecimiento de la demanda es la persistencia

Cuestiones
relacionadas con el
sector público

de grandes desequilibrios externos. La magnitud de la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales, y su reciente aumento, crean una cierta incertidumbre sobre el volumen exacto de la misma (véase el cuadro II.5). No obstante, los desequilibrios mundiales continúan siendo considerables y existen razones para pensar que plantean un problema más grave que en el pasado.

La atención se ha centrado en Estados Unidos, que ha sido la locomotora de la economía mundial en los últimos años y que en la actualidad está incurriendo en un déficit por cuenta corriente de más de 400 mil millones de dólares, lo que equivale a aproximadamente un 4% de su PIB y a casi un 8% del ahorro total en el resto del mundo. Asimismo, la posición inversora internacional neta de este país ha empeorado considerablemente en los últimos años, con unos pasivos netos equivalentes al 22% del PIB en 2000 (a precios de mercado). Esta cifra se aproxima a la de Canadá, tradicional importador de capital, pero está muy por encima del 8% del Reino Unido. Además, contrasta radicalmente con los activos netos internacionales de Japón (24%) o de los principales países de la zona del euro (4% de media). Por supuesto, esto plantea el interrogante de si los inversionistas internacionales desean aumentar sus tenencias de activos estadounidenses a la vez que aumenta el déficit por cuenta corriente, lo que podría repercutir claramente en el tipo de cambio del dólar (véase el capítulo V). La respuesta no está clara, ya que los últimos acontecimientos y los análisis a largo plazo apuntan a direcciones contrarias.

El primer aspecto positivo que hay que señalar es que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos disminuyó el año pasado. Sería todo un error pensar que esta disminución es decepcionante comparada con la recesión de principios de los años 90. Una gran parte de la variación experimentada entre 1990 y 1991 (1,5% del PIB) puede atribuirse a transferencias especiales relacionadas con la guerra del Golfo. Por otro lado, a diferencia de lo ocurrido a principios de los años 90, la última

Estados Unidos está incurriendo en un déficit por cuenta corriente cercano al 4% del PIB

Balanza por cuenta corriente de las principales regiones						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ¹
	en miles de millones de dólares de EEUU					
Estados Unidos	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Unión Europea	107	62	5	-28	29	30
Japón	97	119	115	119	89	110
Otros países industrializados avanzados	9	-5	8	54	55	47
Países emergentes asiáticos	20	115	107	92	99	78
Resto del mundo	-95	-164	-63	45	2	-43
Mundo ²	-2	-90	-152	-163	-143	-213

¹ Previsiones del FMI. ² Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de la balanza de pagos.
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.5

desaceleración ha adquirido dimensiones mundiales, lo que implica que las exportaciones e importaciones han disminuido a un ritmo prácticamente similar y que el déficit comercial de Estados Unidos ha permanecido relativamente elevado.

En segundo lugar, las perspectivas dependen fundamentalmente del crecimiento relativo de la productividad, que en Estados Unidos ha aumentado considerablemente durante los últimos años, y donde se prevé que el crecimiento potencial y la tasa de rendimiento del capital permanezcan muy superiores a los de otros países. Incluso en caso de que el crecimiento del producto en Estados Unidos no fuera lo suficientemente rápido como para impedir un nuevo aumento del coeficiente entre la deuda externa y el PIB, si se confirman a largo plazo las cifras favorables de productividad, Estados Unidos podría seguir siendo un destino atractivo para los inversionistas extranjeros. Por lo tanto, las entradas de capital a largo plazo podrían continuar financiando un creciente déficit por cuenta corriente sin ejercer excesivas presiones en los tipos de cambio y en los tipos de interés.

En tercer lugar, los recientes flujos de capital a largo plazo también pueden considerarse relativamente alentadores. Aunque Estados Unidos fue el primer país en el que se inició la desaceleración, y a pesar de la conmoción producida por los acontecimientos del 11 de septiembre, las entradas de capital a largo plazo en Estados Unidos continuaron situándose por encima del déficit por cuenta corriente. Los flujos de inversión extranjera directa y las compras de acciones estadounidenses en el exterior cayeron vertiginosamente, mientras que las adquisiciones extranjeras de bonos estadounidenses subieron, sobre todo las de los bonos de agencias y de empresas (véase el cuadro II.6). Sin embargo, aunque esas entradas atenuaron las presiones sobre las empresas estadounidenses para mejorar el flujo de caja y contribuyeron significativamente a la recuperación del sector de la vivienda, la sustitución de la financiación mediante acciones por financiación mediante deuda aumentó la carga del pago de la deuda en el futuro.

Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
	Estados Unidos			Zona del euro			Japón		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
en miles de millones de dólares de EEUU									
Cuenta corriente	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Bienes	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Servicios	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Renta	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Transferencias corrientes	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Capital neto a largo plazo	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Inversión directa	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Acciones	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Bonos	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Fuentes: BCE; datos nacionales.

Cuadro II.6

Abordando aspectos más preocupantes, lo primero que cabe destacar es la incapacidad del ahorro estadounidense para recuperarse durante la expansión de la inversión de finales de los años 90. De hecho, la relación entre el ahorro nacional y el PIB se redujo en casi 3 puntos porcentuales entre 1998 y 2001, ya que la gran disminución del ahorro de los hogares contrarrestó con creces la mejora del ahorro público. Sin embargo, el hecho de que la inversión en otras importantes regiones se haya mantenido escasa con respecto a la tasa de ahorro, también puede haber tenido cierta influencia. Así, el déficit comercial en Estados Unidos ha aumentado y es probable que siga haciéndolo, si este país sigue encabezando el crecimiento de Europa y Japón.

El comercio y las entradas de la inversión neta en Estados Unidos tienden a disminuir

El segundo asunto preocupante es el constante empeoramiento de la cuenta de renta procedente de la inversión neta de Estados Unidos. Aunque el descenso de los tipos de interés mundiales redujo la carga del pago de la deuda el año pasado, el déficit de esta cuenta aumentó, por haber disminuido los beneficios procedentes de las empresas extranjeras de propiedad estadounidense. Anteriormente, la renta procedente de la inversión extranjera directa neta era un factor positivo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos, pero no se sabe con certeza si esta tendencia se mantendrá en el futuro. A finales de 2000, el volumen de inversión extranjera directa propiedad de Estados Unidos a precios de mercado ya era inferior al volumen de activos estadounidenses de propiedad extranjera. Además, si el rendimiento relativo del capital siguiera cambiando a favor de la inversión en Estados Unidos, sería cada vez más difícil para las empresas extranjeras de propiedad estadounidense obtener mejores resultados que las empresas estadounidenses de propiedad extranjera. Las perspectivas para los pagos netos de intereses también son preocupantes. Debido al aumento de los pasivos netos externos, Estados Unidos está cada vez más expuesto a las variaciones de los tipos de interés mundiales y a la opinión de los mercados financieros.

¿Quedará el creciente endeudamiento neto de Estados Unidos "compensado" por el superávit por cuenta corriente en el resto del mundo?

A más largo plazo, cabe preguntarse si el creciente endeudamiento externo de Estados Unidos quedará fácilmente "compensado" por la acumulación de superávit por cuenta corriente en el resto del mundo, y si estos superávit, implícitos en la identidad contable mundial, concuerdan con la probable evolución de los saldos de ahorro e inversión en otros países. Desde esta perspectiva, la zona del euro actualmente se encuentra casi en equilibrio, ya que un ligero excedente de ahorro del sector privado contrarresta más o menos la magnitud negativa del ahorro en el sector público. Según las previsiones actuales, es probable que esta situación no varíe en un futuro cercano.

En Japón, el superávit por cuenta corriente sigue siendo considerable, y no hay que olvidar que este país es la principal fuente de financiación para el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Esto refleja en gran medida un importante superávit financiero en el sector empresarial, que ha seguido creciendo a medida que las empresas aumentaban su tasa de ahorro y reducían sus inversiones ante los niveles extraordinariamente altos de deuda y el exceso de capacidad (véase el gráfico II.11). Sin embargo, al estar Japón

en un estadio avanzado en el proceso de envejecimiento demográfico mundial, puede convertirse a medio plazo en un lugar de producción menos atractivo, y depender así en mayor medida de las remesas procedentes de las empresas extranjeras de capital japonés y de los activos financieros extranjeros en manos de instituciones japonesas.

Entre las economías de mercado emergentes actualmente con superávit, las economías en transición podrían atraer mayor cantidad de inversión extranjera, al mejorar los sistemas de supervisión y seguir modernizando su capital. Por ello, es más probable que soliciten financiación en vez de ser una fuente de fondos. En Oriente Medio, el factor determinante son los precios del petróleo, pero es probable que la creciente población de algunos grandes productores de petróleo pese en los superávits por cuenta corriente a largo plazo. Asia será una región clave, ya que en los últimos años se ha convertido en una importante fuente de financiación del déficit de Estados Unidos. Como se señala en el capítulo III, las tasas de inversión cayeron vertiginosamente tras la crisis de 1997, y dado que las tasas de ahorro se mantuvieron altas, la región ha acumulado enormes superávits por cuenta corriente. Aunque es posible que haya habido algún exceso de capacidad antes de la crisis, a medio plazo es más probable que la inversión se recupere, en vez de caer más. Las oportunidades de inversión que brinda la adhesión de China a la OMC no pueden sino acelerar ese proceso. Si las tasas de ahorro siguen altas y los países asiáticos continúan fomentando las exportaciones como principal motor del crecimiento, la región podría seguir siendo, a todas luces, una importante fuente de financiación del déficit de Estados Unidos.

Sin embargo, un mayor ímpetu en la demanda interna en Asia podría llevar consigo el paso de una inversión en activos extranjeros a una inversión en activos nacionales, lo que podría aumentar la tasa de crecimiento potencial. Asimismo, la reducción de las rigideces estructurales en Europa podría aumentar la inversión empresarial y el crecimiento a largo plazo. El crecimiento más rápido de la demanda interna y unos niveles de inversión más elevados fuera de Estados Unidos podrían reducir los flujos de capital netos hacia este país, y permitir así un aumento continuo del déficit por cuenta corriente sin poner en peligro el crecimiento de la economía mundial y la estabilidad financiera.

III. Evolución de la situación en los mercados emergentes

Aspectos más destacados

Durante el año 2001, casi todos los mercados emergentes registraron un menor crecimiento a causa de los siguientes factores: el enfriamiento de la economía en los países industrializados, la consecuente reducción del comercio internacional, la volatilidad de las condiciones de financiación y los precios más bajos de las materias primas (véase el cuadro III.1). A pesar de la suavización generalizada de las políticas monetarias y fiscales, el aumento de la demanda interna sólo pudo compensar en parte la desaparición del estímulo externo. La desaceleración fue muy pronunciada en América Latina debido, entre otras cosas, a la incertidumbre provocada por la crisis argentina. Asia oriental sufrió una drástica reducción de la demanda mundial de equipos electrónicos, mientras que los bajos precios del petróleo afectaron a las economías de Oriente Medio. Por el contrario, el crecimiento en África se aceleró. La inflación se redujo en la mayoría de las economías emergentes, pero creció en aquellos países cuyas monedas se depreciaron más rápidamente el año pasado. Los desequilibrios por cuenta corriente disminuyeron en líneas generales.

Los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes aumentaron ligeramente en 2001, aunque en términos generales siguieron mostrando un nivel reducido. La inversión extranjera directa (IED) fue el principal componente de este aumento, y siguió destinándose a las principales economías. La financiación bancaria en su conjunto disminuyó aún más, aunque en varios países se tornó positiva hacia finales de 2001. Los flujos canalizados por emisiones de acciones se vieron afectados por la incertidumbre generalizada en los mercados financieros, las fugas de capital en Argentina y Turquía a raíz de sendas crisis y el impacto mundial que tuvieron los acontecimientos del 11 de septiembre. Los flujos del mercado de bonos no se alteraron, aunque los inversionistas diferenciaron mejor entre las economías con buenos resultados y las economías en crisis.

Entre finales de 2001 y principios de 2002, los indicadores de actividad mejoraron en muchas economías emergentes. En particular, las muestras de reactivación de la economía en Estados Unidos han mejorado en gran medida las perspectivas de crecimiento en aquellos países asiáticos con amplios sectores exportadores de alta tecnología. Los precios de las materias primas también han mejorado. Sin embargo, en varios países latinoamericanos, la incertidumbre política inquietó a los mercados financieros.

Crecimiento y balanza por cuenta corriente								
	PIB real ¹				Balanza por cuenta corriente ²			
	Media 1994-99	2000	2001	2002	Media 1994-99	2000	2001	2002
Asia ³	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
China	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong Kong RAE	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
India	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corea	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapur	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwán, China	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Filipinas	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Indonesia	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malasia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Tailandia	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
América Latina ³	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentina	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brasil	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Chile	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombia	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
México	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Perú	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europa central ⁴	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Hungría	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Polonia	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
República Checa	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Rusia	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turquía	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israel	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabia Saudita	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
África	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Sudáfrica	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
Zona CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G-7</i>	<i>2,8</i>	<i>3,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,0</i>

Nota: Las cifras para 2002 están basadas en las previsiones consensuadas para mayo de 2002 y en *Perspectivas de la Economía Mundial*.

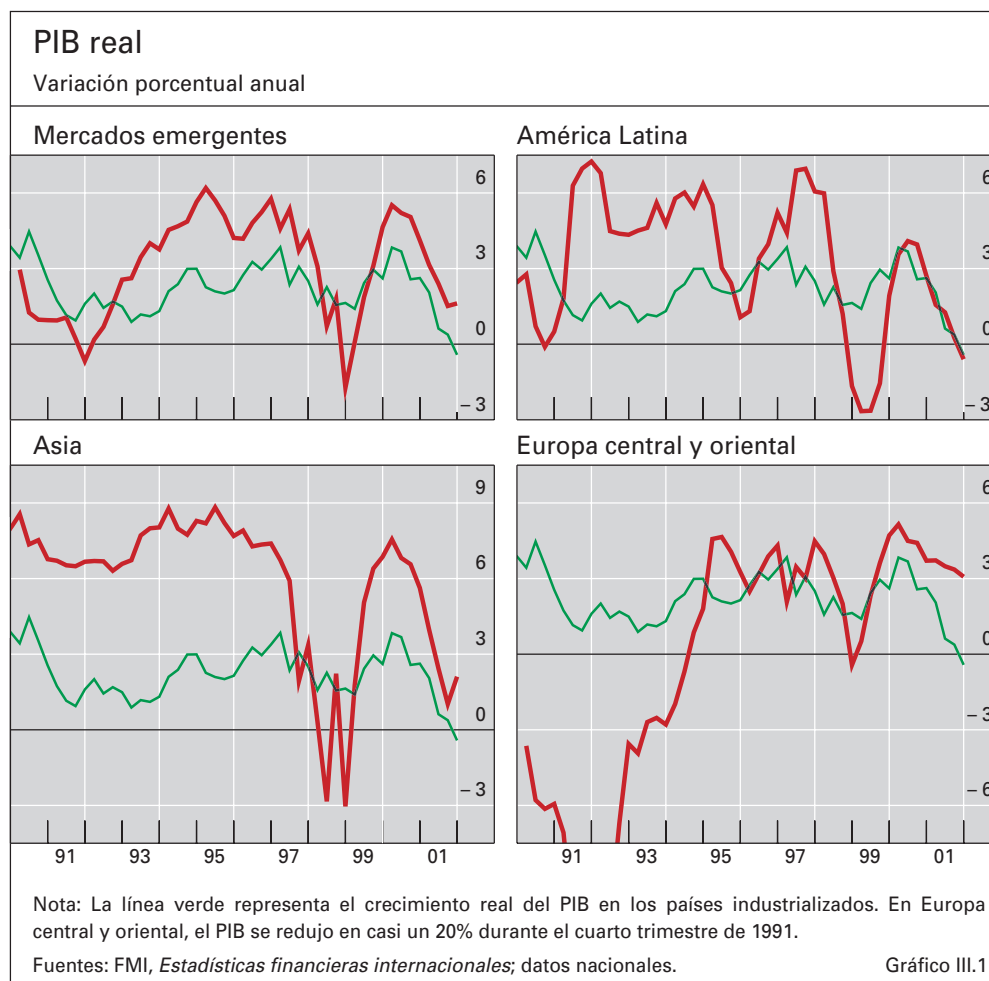
¹ Variación porcentual anual. ² En porcentaje del PIB. ³ Media de los países mencionados, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 1995. ⁴ Media para Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.

Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro III.1

Vínculos internacionales y resultados económicos nacionales

La desaceleración del crecimiento que han sufrido paralelamente las economías industrializadas y las emergentes en 2001, tras dos años de expansión simultánea (véase el gráfico III.1), ha puesto de relieve la importancia de los vínculos económicos y financieros internacionales.

En los últimos años se han reforzado los vínculos entre el crecimiento



Las oscilaciones paralelas de la producción en los países industrializados y emergentes se han ido fortaleciendo con el tiempo. Se trata en cierta medida de un fenómeno casual, ya que la desaceleración económica que se produjo en los países industrializados a principios de la década de los 90 no fue de naturaleza sincrónica (véase el capítulo II), lo que amortiguó su impacto en los mercados emergentes. No obstante, desde mediados de la década de los 90, las fluctuaciones del producto en las tres principales regiones con mercados emergentes parecen haberse sincronizado en mayor grado con las oscilaciones en los países industrializados. Un buen ejemplo de este fenómeno se encuentra en Europa central y oriental, donde la correlación es cada vez mayor, y donde los intervalos temporales se han acortado, lo cual demuestra su profunda transformación e integración con los países de Europa occidental tras el comienzo de la transición en 1990.

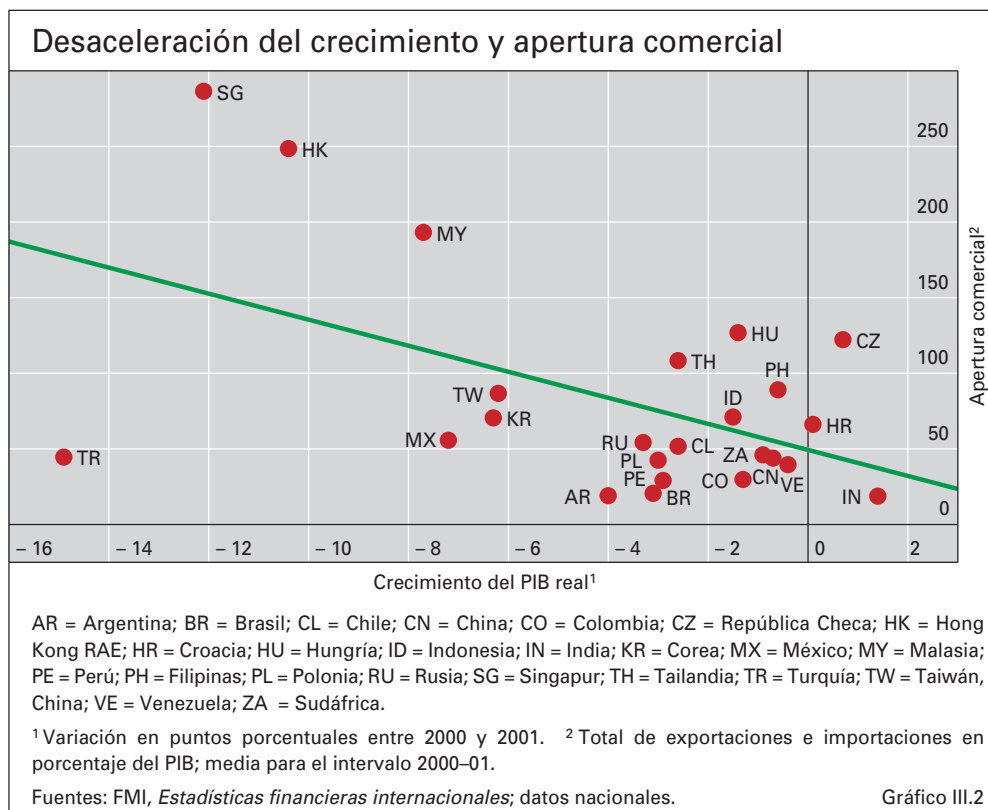
Una serie de regresiones sencillas para las veinte mayores economías emergentes apunta a que un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB real agregado en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón lleva consigo un crecimiento adicional de aproximadamente 0,33 puntos porcentuales en los mercados emergentes. Asimismo, una reducción de 1 punto porcentual del tipo de interés Libor parece aumentar el crecimiento de los 20 mayores mercados emergentes en casi 0,25 puntos porcentuales. El

ritmo de crecimiento de la producción industrial en los países avanzados y en los emergentes está, si cabe, más interconectado, con una elasticidad cercana al 0,75. Este vínculo es incluso mayor en el caso de las economías asiáticas con respecto a Estados Unidos y Japón, y en el caso de Europa central y oriental para con la Unión Europea.

Crecimiento y vínculos comerciales

La desaceleración económica en los países industrializados redujo el comercio internacional el año pasado, tras crecer en más de un 12% durante el año 2000. Por consiguiente, el producto real en las economías de mercado emergentes con gran apertura económica se desaceleró enormemente. En el caso de Singapur, Hong Kong RAE (en lo sucesivo, "Hong Kong") y Malasia, el descenso se situó nada menos que entre 8 y 12 puntos porcentuales (véase el gráfico III.2). México es otro país que cuenta con fuertes lazos comerciales con países industrializados. Tras un crecimiento significativo del 7% de su PIB real en 2000, éste se redujo un 0,3% en 2001, lo que reflejó en gran medida la caída de la demanda de importaciones en Estados Unidos. Asimismo, Corea y Taiwán, China (en lo sucesivo "Taiwán") también sufrieron sendas oscilaciones en el crecimiento del producto el año pasado debido a la cada vez menor demanda de importaciones en Estados Unidos. Por el contrario, el crecimiento económico en países como India y China, que cuentan con economías más cerradas, se mantuvo relativamente alto, principalmente gracias a factores internos, que también desempeñaron un papel fundamental en Brasil, Indonesia y Polonia (véase la siguiente sección).

La desaceleración económica obedeció al grado de apertura comercial ...



Principales productos y mercados de exportación ¹					
	Asia ²	América Latina ³	Europa central y oriental ⁴	África y Oriente Medio ⁵	Todos los países emergentes
Mercados⁶					
Estados Unidos	21	39	4	16	20
Japón	13	4	1	4	6
Zona del euro	16	16	60	44	34
Intraregional	31	17	16	3	17
Otros	19	24	19	33	24
Productos⁷					
Alimentación	8	24	8	14	14
Agricultura	2	4	3	3	3
Combustibles	5	21	8	38	18
Metales	2	15	5	5	7
Manufacturas	82	36	74	39	58
Alta tecnología	40	18	17	6	20

¹ En porcentaje de exportaciones totales; para grupos de países, se utiliza la media no ponderada.
² China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia y Turquía. ⁵ Arabia Saudita, Argelia, Egipto, Israel, Kenia, Marruecos, Nigeria, Sudáfrica y Túnez. ⁶ 2000. ⁷ 1999.

Fuentes: FMI, *Direction of Trade*; Banco Mundial. Cuadro III.2

... y a la dependencia relativa del mercado estadounidense

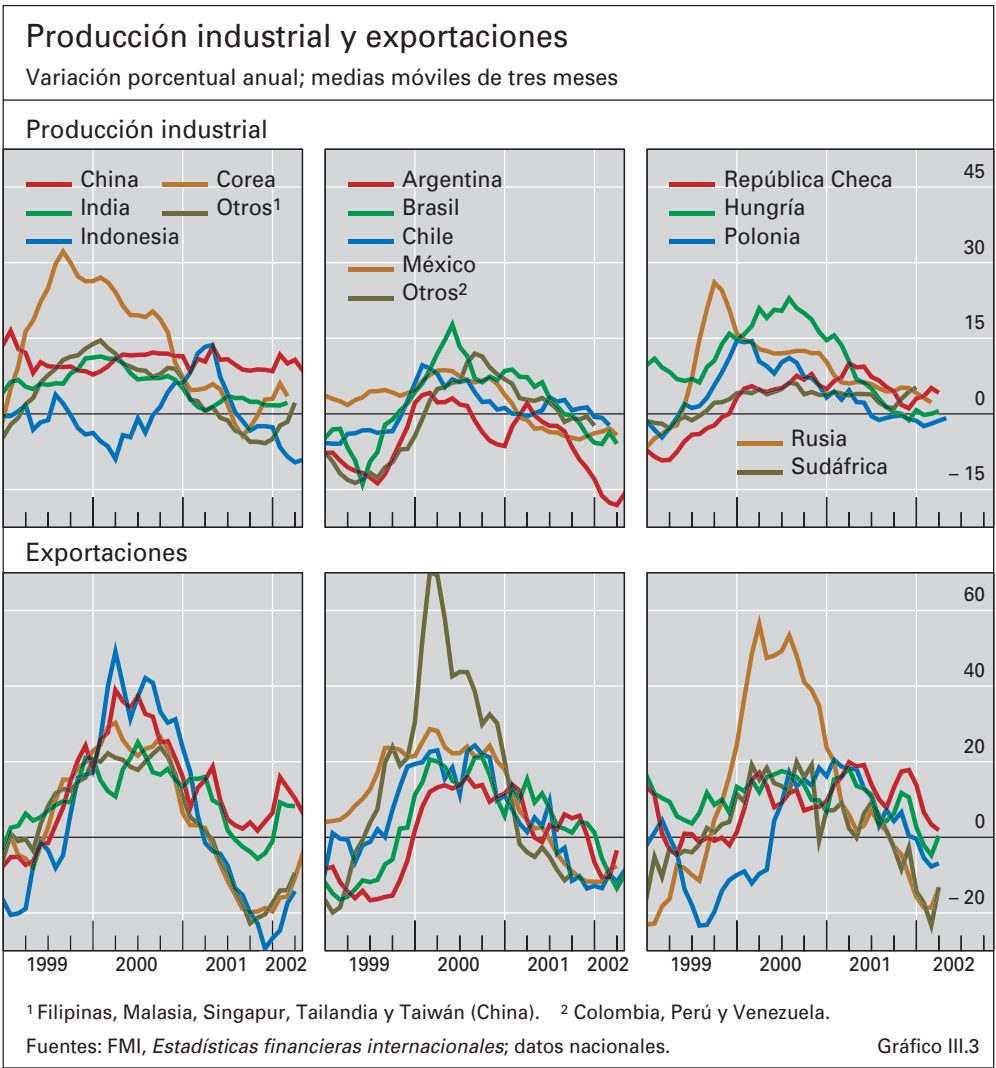
El destino del comercio internacional, así como la composición del mismo, también influyeron considerablemente en los resultados que obtuvieron los mercados emergentes el año pasado. Los países asiáticos y diversos países latinoamericanos con fuertes relaciones comerciales bilaterales con Estados Unidos (véase el cuadro III.2) experimentaron una pronunciada contracción del crecimiento y de la demanda de exportación. Los países de Europa central y oriental, al mantener sus lazos comerciales principalmente con la zona del euro (donde la caída de las importaciones fue menos pronunciada), mantuvieron relativamente elevadas su producción industrial y sus exportaciones (véase el gráfico III.3).

La composición sectorial del comercio también fue relevante

La desaceleración del crecimiento en Asia se debió en gran medida a la caída de la demanda internacional de productos de alta tecnología, que representan el 40% de las exportaciones de manufacturas en la región. La disminución de la demanda de importaciones en los países industrializados afectó más a las exportaciones asiáticas, ya que la elasticidad de sus ingresos por exportación duplica, aproximadamente, la de los exportadores de materias primas de América Latina y África. Así, por ejemplo, el valor en dólares de la exportación agregada de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia se redujo un 11% en 2001, tras haber crecido un 19% en 2000. Las exportaciones de Europa central y oriental (especialmente maquinaria y equipamiento) sufrieron en mucha menor medida los efectos de la caída en la demanda de productos de alta tecnología.

Los ingresos procedentes del turismo se vieron muy afectados

El sector turístico también sufrió un retroceso considerable en 2001, sobre todo tras los atentados del 11 de septiembre. El Caribe, los países africanos que cuentan con un importante sector turístico (como Marruecos,



Túnez, Egipto y Kenia), y diversos destinos vacacionales asiáticos se vieron seriamente perjudicados.

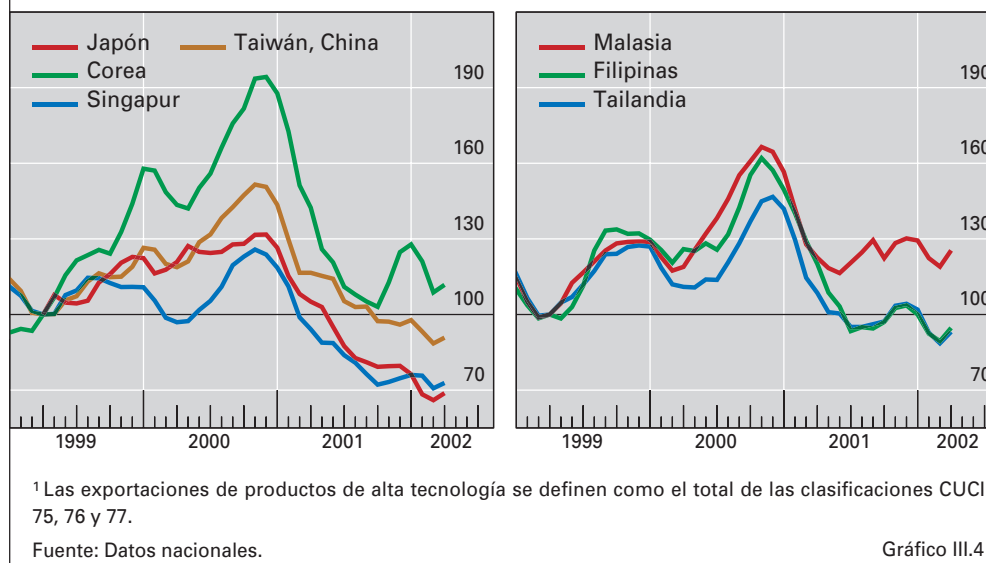
La desaceleración de la economía mundial también redujo el precio de las materias primas. El precio medio en dólares de las exportaciones de productos básicos no petrolíferos procedentes de las economías emergentes cayó en aproximadamente un 9% en 2001. La demanda de metales fue la más afectada, reduciendo así los ingresos por exportación de Chile, Rusia, Sudáfrica y Zambia, mientras que la oferta de productos agrícolas siguió creciendo, a pesar de sus reducidos precios. El descenso de los precios perjudicó sobre todo a los exportadores en África, donde los productos no petrolíferos (concretamente el café y el algodón) representan a menudo un gran porcentaje de los ingresos por exportación. Al mismo tiempo, los bajos precios de las importaciones de petróleo beneficiaron a algunos países africanos, mientras que en otros, las buenas condiciones meteorológicas contribuyeron a la producción agrícola. Además, África comercia principalmente con Europa, donde la demanda se mantuvo mejor, por lo que el crecimiento en la región aumentó durante el año pasado hasta alcanzar un nivel del 3,75%, lo que supone casi 1 punto porcentual más que en 2000.

Los precios de las materias primas disminuyeron ...

... pero aumentó el crecimiento en África

Exportaciones de productos de alta tecnología de los países asiáticos hacia EEUU¹

Base marzo 1999 = 100; medias móviles de tres meses



La caída de los precios del petróleo (casi un 15%), junto con una ligera contracción de la demanda mundial de este producto, redujeron los ingresos por exportación de los países emergentes exportadores de petróleo, con lo que su superávit por cuenta corriente cayó de 100 mil millones de dólares en 2000 a 56 mil millones el año pasado. En Arabia Saudita, el mayor país exportador de petróleo, el crecimiento del PIB pasó de un 4,5% en 2000 a un 2%.

Algunos de estos factores restrictivos empezaron a cambiar de rumbo a finales de 2001. Las exportaciones de productos de alta tecnología, y en menor medida las de componentes, repuntaron hacia finales de año en Corea, Filipinas, Malasia y Tailandia (véase el gráfico III.4). No obstante, los datos más recientes y los precios a la baja de semiconductores y microprocesadores indican que durante la primera mitad de 2002 el fortalecimiento de las exportaciones asiáticas podría ser más moderado de lo que lo fue durante las recuperaciones anteriores.

Las perspectivas para las economías latinoamericanas son menos claras, debido en gran medida a los desequilibrios internacionales y a la incertidumbre política en algunos de estos países. El aumento de los precios de los productos no petrolíferos debería fortalecer el crecimiento en los países exportadores de materias primas latinoamericanos y africanos. Sin embargo, en el momento de la redacción del presente Informe, las perspectivas tanto de la producción como de los precios del petróleo continuaban siendo inciertas debido a las cambiantes circunstancias políticas y económicas.

Factores internos

La desaceleración del comercio mundial fue el detonante de los acontecimientos anteriormente descritos para las economías más abiertas.

Han aparecido síntomas de moderada recuperación ...

... pero las perspectivas para América Latina son más inciertas

Sin embargo, el crecimiento general del producto y los cambios en la balanza de pagos también se vieron afectados por la naturaleza y las dimensiones de las políticas de ajuste interno frente a los acontecimientos externos, así como por algunos factores idiosincrásicos.

Varios de los países asiáticos que sufrieron los efectos de la contracción de la demanda externa (Corea, Malasia y Tailandia), así como otros países con economías más cerradas (China e India), adoptaron políticas internas expansivas, estimulando así el consumo de las familias y, la construcción de viviendas o la inversión pública. Los estímulos fiscales, junto con una caída del ahorro de las familias, produjeron una disminución de la tasa de ahorro total en estos países. Otros países asiáticos (Singapur, Taiwán y en menor medida Hong Kong) reaccionaron frente al debilitamiento de la demanda de exportaciones principalmente reduciendo sus inversiones intensivas en importaciones y sus existencias. Este patrón de ajuste redujo considerablemente el impacto negativo que tuvo la contracción de las exportaciones en la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, tanto el saldo positivo entre ahorro e inversión (patente desde la reducción de la inversión en capital tras la crisis asiática en 1997–98) como el consiguiente superávit por cuenta corriente se redujeron en Asia durante el año pasado.

Políticas expansivas y contracción de las importaciones en Asia

Los patrones de ajuste de las economías de mercado emergentes no asiáticas frente a las perturbaciones externas variaron mucho entre sí. Algunos países exportadores de petróleo, como Arabia Saudita y México, redujeron el gasto público para contrarrestar la reducción de los ingresos por exportación. Otros países, como Rusia y Venezuela, decidieron reducir el nivel de ahorro agregado, utilizando para ello parte de sus excedentes financieros acumulados procedentes de la venta de petróleo, con el fin de estimular la demanda interna. La manera en la que los países latinoamericanos respondieron a la situación y realizaron ajustes también fue muy variada. La inversión cayó vertiginosamente en Argentina, México y Perú, aunque se mantuvo relativamente estable e incluso aumentó ligeramente en Brasil, Chile y Colombia. Al reducirse el ahorro en estos países, sus déficit por cuenta corriente aumentaron.

Este patrón de ajuste varió entre las distintas regiones

La evolución del producto en algunas de las principales economías se vio seriamente afectada por diversos factores internos. El PIB real en Indonesia creció poco más del 3%, nivel muy inferior a la tasa existente antes de la crisis. No fueron sólo los bajos precios de las materias primas y del petróleo los que dificultaron la expansión, sino que la incertidumbre política y las tensiones sociales también desempeñaron un papel decisivo en algunas regiones. El aumento del producto de poco más del 3% previsto para 2002 puede no ser suficiente para evitar el desempleo. Por si esto fuera poco, el proceso de reestructuración bancaria y empresarial se sigue viendo obstaculizado por dificultades de orden legal y judicial.

Tensiones políticas y sociales en Indonesia

La economía rusa creció a un ritmo más lento que en 2000, pero más rápido de lo esperado. Las principales causas de la reciente desaceleración económica parecen haber sido la menor demanda exterior y los efectos de la anterior apreciación real. Sin embargo, la demanda interna se mantuvo a buen ritmo, con una respuesta muy favorable del consumo y la inversión

Impulso reformador más fuerte en Rusia

privados frente al continuo impulso de reforma. Las finanzas públicas siguieron afianzándose, y el superávit por cuenta corriente se mantuvo en niveles elevados (11% del PIB).

Brasil se vio afectado por la crisis energética y la situación en Argentina

En Brasil, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 1,5% en 2001, debido a una crisis en el sector energético que obligó a racionar el abastecimiento de electricidad, a una relación de intercambio menos ventajosa y a unas políticas antiinflacionarias más estrictas. El déficit por cuenta corriente aumentó ligeramente (hasta alcanzar el 4,5% del PIB), aunque la balanza comercial logró obtener su primer superávit desde 1994 y las entradas de IED alcanzaron la cifra de 19 mil millones de dólares. Sin embargo, Brasil siguió expuesto a la volatilidad internacional debido a su gran necesidad de financiación externa, que tiende, sin embargo, a reducirse.

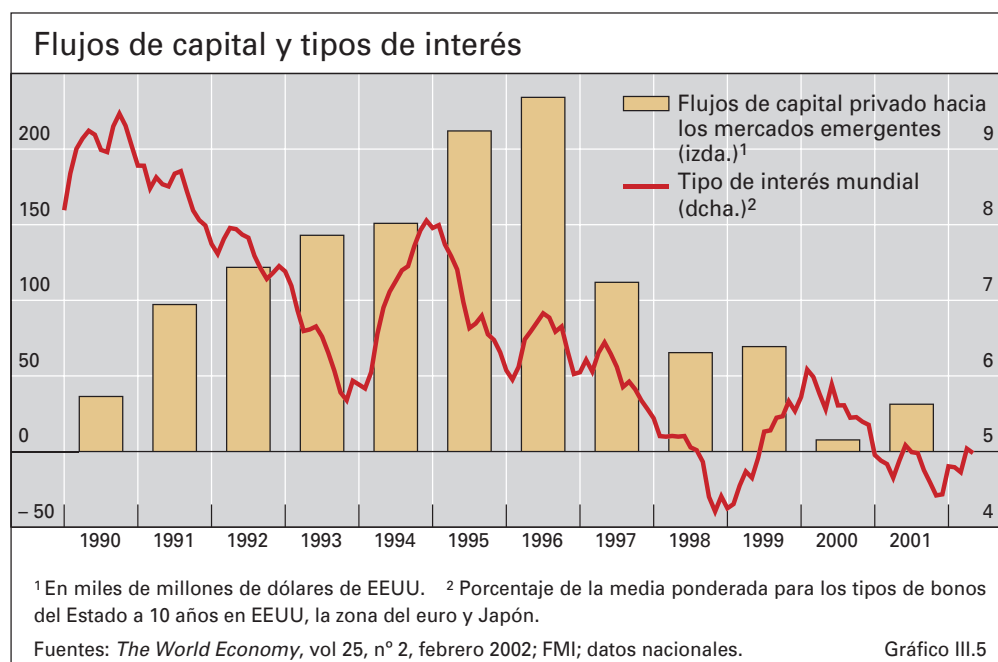
Escasa demanda interna en Polonia

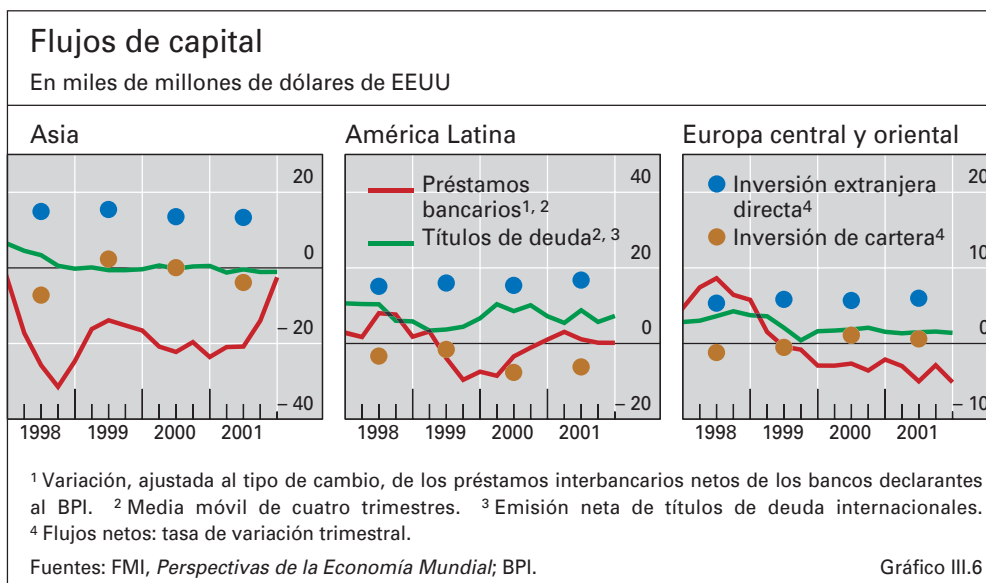
La situación en Polonia también lastró el crecimiento del país, aumentando su PIB real apenas un 1% en 2001. La causa principal de este escaso crecimiento fue la inversión, que cayó un 10% aproximadamente, debido en parte a los altos tipos de interés reales y a la continua fortaleza del zloty. El consumo privado también se vio afectado por la creciente tasa de desempleo, y la actual consolidación fiscal restringió el gasto público. El crecimiento se mantuvo bajo durante el primer trimestre de 2002.

Vínculos entre los mercados financieros y flujos de capital

Los flujos de capital se recuperaron relativamente bien

Tradicionalmente, los cambios en los tipos de interés mundiales han tenido mucha influencia en el volumen de los flujos de capital, ya que las economías emergentes tienden a recibir más capital privado cuando los tipos de interés se están situando en niveles bajos (véase el gráfico III.5). Sin embargo, a lo largo del pasado año, la bajada de los tipos de interés en los países industrializados se produjo en un ambiente de desaceleración de la economía mundial y de un mayor grado de aversión al riesgo por parte de los inversionistas. En estas circunstancias, y teniendo en cuenta las posibles





consecuencias de las crisis en Turquía y Argentina, hubiera cabido esperar una reducción considerable de los flujos de capital hacia las economías emergentes. En cualquier caso, los tipos de interés más bajos aumentaron ligeramente los flujos de capital hacia las economías emergentes, e incluso algunos de los componentes de estos flujos que tradicionalmente se han mostrado más volátiles lograron mantenerse (véase el gráfico III.6).

La inversión extranjera directa fue el componente principal del aumento de los flujos de capital privado durante 2001. Históricamente, la IED se ha destinado a la fabricación de productos finales e intermedios para satisfacer la demanda de los países industrializados, por lo que ha tendido a reducirse durante los ciclos contractivos y a aumentar durante los periodos de expansión económica. Sin embargo, desde mediados de la década de los 90, el crecimiento de la IED se ha debido en gran medida al interés de los inversionistas en poder acceder a los principales mercados de productos finales, y ha mantenido una estrecha relación con las privatizaciones y con las fusiones y adquisiciones. Así, los movimientos de IED se han dirigido hacia un número cada vez menor de países. Este fue el caso el año pasado, cuando los ingresos generados por la venta de uno de los principales bancos mexicanos y por la adquisición de una importante sociedad minera en Sudáfrica fueron de hecho superiores al incremento de los flujos agregados de IED hacia los mercados emergentes. A esto cabe añadir el espectacular aumento de la IED que ha recibido China desde su adhesión a la OMC.

Los activos transfronterizos mantenidos por los bancos declarantes al BPI en los mercados emergentes se redujeron en 2001. Ese mismo año, sin embargo, el saldo de los préstamos bancarios transfronterizos se tornó positivo en diversos países asiáticos, algo que no ocurría desde mediados de 1997 (véase el capítulo VI). Los bancos extranjeros y sus filiales nacionales siguieron concediendo préstamos e invirtiendo importantes sumas de dinero en Europa central y Rusia. Por el contrario, los bancos internacionales redujeron drásticamente sus préstamos interbancarios para Argentina.

La IED aumentó y se destinó a los principales países

Los préstamos transfronterizos se tornaron positivos en algunos países

Correlación entre las variaciones del índice Nasdaq y los precios de las acciones ¹						
	Corea	Hong Kong RAE	Malasia	Singapur	Tailandia	Taiwán, China
1995–1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,20	0,07
1999–2002 T1	0,47	0,61	0,29	0,44	0,31	0,34
	Argentina	Brasil	Chile	México	Polonia	Sudáfrica
1995–1996	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16	0,09
1999–2002 T1	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44	0,52

¹ En monedas nacionales; cálculos a partir de observaciones semanales.
Fuente: Bloomberg. Cuadro III.3

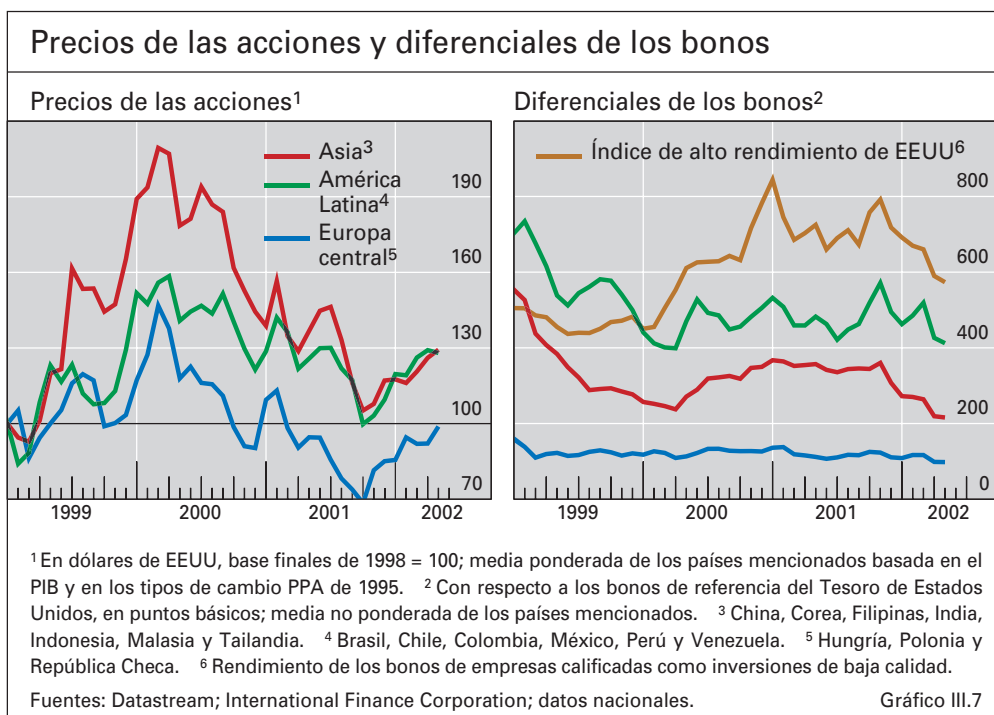
Los flujos de inversión de cartera reflejaron las previsiones económicas

En 2001, las entradas de activos por inversiones de cartera disminuyeron en Asia y en menor medida en América Latina, pero permanecieron estables en Europa central y oriental. El descenso de la oferta y la demanda de acciones en Asia durante gran parte de 2001 reflejó las inciertas perspectivas económicas y el desmoronamiento de los precios de las acciones tecnológicas, lo que redujo la riqueza que poseían los inversionistas en activos de alto riesgo. Además, la mayor correlación durante los últimos años entre las oscilaciones del índice Nasdaq y los precios de las acciones en la mayoría de mercados emergentes (véase el cuadro III.3) redujo las ventajas que ofrecía la diversificación de la inversión de cartera hacia valores en países emergentes. Sin embargo, a partir de marzo de 2002, el precio de las acciones en varias economías de mercado emergentes se ha desligado del índice Nasdaq.

La emisión de acciones en estos mercados aumentó durante el primer trimestre de 2002 y los índices bursátiles subieron más rápidamente que en Estados Unidos (véase el gráfico III.7). Esta inversión de cartera durante los primeros meses de 2002 se dirigió principalmente a Asia, Brasil, México y Sudáfrica, mientras que el resto de América Latina y Polonia experimentaron salidas de capital. Queda reflejado de este modo un aumento de la confianza en la mejora de la situación económica internacional, sobre todo en Asia. Excepto en contadas ocasiones, la recuperación no sólo se produjo en el sector de la alta tecnología, sino que se repartió entre otros sectores, incluido el sector bancario por primera vez en mucho tiempo. También se produjo un considerable repunte de los mercados bursátiles de Europa central y oriental. A pesar de todo, numerosos mercados bursátiles emergentes se situaron bastante por debajo de sus máximos alcanzados en 2000, y no todos los mercados pudieron aprovechar la reciente subida de los precios de las acciones.

Las operaciones con títulos de deuda se mantuvieron, ya que los inversionistas se alejaron del riesgo

La emisión neta de títulos de deuda por parte de los mercados emergentes se mantuvo relativamente estable en 2001 (véase el capítulo VI). Esto se debió, en primer lugar, a que el recorte de los tipos de interés en los países industrializados y la ligera reducción de los diferenciales de inversión calificada dieron lugar a una considerable rebaja de los tipos de interés para los prestatarios con alta calificación. Esto atrajo hacia los mercados tanto a los prestatarios establecidos (China, Hungría, Malasia, México y Polonia) como a los pequeños emisores (Colombia, Croacia, Letonia y Uruguay).



Durante el año 2001, se redujeron los diferenciales de rendimiento de los mercados secundarios, excepto en el caso de Argentina.

Tras los acontecimientos del 11 de septiembre, los diferenciales aumentaron drásticamente (en más de 200 puntos básicos en promedio), pero se precipitaron a continuación hasta niveles nunca registrados desde principios de 2000 (véase el gráfico III.7). En América Latina, los diferenciales fueron especialmente volátiles en líneas generales, debido al impacto inicial de la crisis argentina. Aunque, desde octubre de 2001, se han empezado a ver atisbos de diferenciación de comportamientos. Durante el primer trimestre de 2002, se produjo un aumento de la emisión internacional de nuevos bonos por parte de los principales prestatarios de los países emergentes.

Si bien es cierto que en general los movimientos de capital hacia los mercados emergentes se han logrado mantener durante el último año, muchos países con altos coeficientes de deuda sobre PIB, grandes obligaciones de servicio de la deuda o importantes deudas a corto plazo con respecto a sus reservas de divisas (véase el cuadro III.4) han sido muy vulnerables a los cambios de opinión en los mercados financieros, y lo seguirán siendo en el futuro. Valgan como ejemplo Argentina y Turquía, donde la salida neta de capitales contribuyó al desencadenamiento de sendas crisis. Por el contrario, México siguió atrayendo volúmenes muy significativos de nueva inversión durante el pasado año, debido a su mayor integración con la economía estadounidense. Asimismo, los inversionistas consideran cada vez más a los países de Europa central y oriental candidatos a formar parte de la Unión Europea como “mercados de convergencia”, es decir, destinos menos arriesgados para la inversión, tras la adopción de marcos regulatorios que la Unión Europea se encarga cada vez más de definir.

No se espera que la incipiente recuperación de los países industrializados vaya a provocar un rápido repunte de los flujos de capital

Los países altamente endeudados continúan siendo los más vulnerables

Indicadores de deuda en 2000						
	Deuda del sector público			Servicio total de la deuda ¹	Servicio de la deuda pública ²	Deuda externa a corto plazo en porcentaje de reservas de divisas
	Total	Externa	Interna			
	en porcentaje del PIB			en porcentaje de exportaciones ³		
Filipinas	81	48	33	14	9	46
India	60	9	51	13	11	9
Indonesia	99	59	40	25	10	80
Argentina	52	34	18	71	43	116
Brasil	39	4	35	91	35	95
Hungría	55	8	47	24	11	38
Rusia	67	52	15	10	4	64
Turquía	62	21	41	36	17	130

¹ Pagos de capital y de los intereses de la deuda externa pública y privada a largo plazo (a un año o más). ² Pagos del capital y de los intereses de la deuda externa pública a largo plazo. ³ Exportaciones de bienes y servicios.

Fuentes: Banco Mundial; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); datos nacionales; estadísticas del BPI. Cuadro III.4

No se espera que repunten los movimientos de capital en 2002

destinados a los mercados emergentes en 2002. Es posible además que los bancos permanezcan cautelosos a juzgar por el número cada vez mayor de préstamos en mora en sus balances. Otros inversionistas potenciales podrían mostrarse preocupados por la evolución de la crisis en Argentina y su posible contagio a otros países latinoamericanos. Se espera que la IED permanezca estable, aunque se prevé que se concentre en países con mercados relativamente amplios. Los nuevos acuerdos de IED en China crecieron enormemente durante el primer trimestre de 2002 y, de continuar la recuperación de las exportaciones asiáticas y de su PIB, podrían estimularse los movimientos de capital hacia otros países de Asia oriental. En Europa central y oriental, se han previsto diversas privatizaciones de servicios públicos, infraestructuras y telecomunicaciones que podrían generar importantes entradas de capital. Al mismo tiempo, se espera que disminuya la IED hacia América Latina, ya que no se prevén privatizaciones demasiado significativas para 2002.

Políticas en respuesta a la desaceleración de la economía

El papel de las políticas monetaria y cambiaria

Mayor laxitud de la política monetaria y fiscal ...

Un número inusualmente grande de economías de mercado emergentes suavizó sus políticas monetaria y fiscal durante el año pasado, con el fin de contrarrestar el impacto de la desaceleración de la economía mundial. Los tipos de interés oficiales de diversos países se recortaron hasta sus niveles más bajos desde la crisis asiática (véase el cuadro III.5). Algunos países con sistemas de cambio flexibles dejaron que se redujeran sus tipos de cambio, creando así un nuevo contrapeso frente a las turbulencias económicas. Por el

contrario, otros países tuvieron que aumentar sus tipos de interés para protegerse contra su creciente vulnerabilidad externa.

La relajación de la política monetaria se vio facilitada por dos factores. En primer lugar, los amplios recortes de los tipos de interés en los países industrializados, que permitieron a las economías emergentes reducir sus tipos de interés sin provocar salidas de capitales o ejercer más presión sobre sus monedas nacionales. En segundo lugar, el descenso generalizado de la inflación interna (véase el cuadro III.6) permitió a los bancos centrales recortar sus tipos de interés más de lo que hubiera sido posible en otras circunstancias. Sin embargo, algunos países tuvieron que hacer frente a las crecientes presiones sobre los precios, lo que limitó su margen de maniobra para contrarrestar la desaceleración. Otros impedimentos fueron el temor al contagio de la crisis argentina, una mayor incertidumbre política en diversos países latinoamericanos y la vulnerabilidad provocada por un largo pasado de elevada inflación y prácticas fiscales arriesgadas en muchos países.

... gracias a la reducción de tipos de interés y a la baja inflación en los países industrializados

Gran sesgo hacia la suavización monetaria en Asia

Asia reaccionó frente a la desaceleración utilizando su política monetaria antes que el resto de las regiones, ayudada por su sólida posición externa y sus tipos de cambio flexibles. Lo cierto es que el año pasado todos los países que cuentan con sistemas cambiarios flexibles (excepto Indonesia) redujeron sus tipos de interés, siendo Filipinas y Taiwán los países donde los recortes fueron especialmente contundentes (véase el cuadro III.5). Corea e India también redujeron sus tipos oficiales en el transcurso del año examinado y fortalecieron dichos recortes con una suavización cuantitativa de su política monetaria. En el primer país, se aumentó el nivel máximo de crédito agregado tras los acontecimientos del 11 de septiembre, y en el segundo, se redujo el coeficiente de reservas mínimas para los bancos. Por el contrario, Indonesia tuvo que endurecer su política monetaria para contener la creciente inflación y las constantes tensiones sobre el tipo de cambio. Los grandes recortes de

Tipos de interés más bajos en la mayoría de los países asiáticos con tipos de cambio flexibles ...

Tipos oficiales						
	China	Corea	Filipinas	Hong Kong RAE	India	Indonesia
Variación desde dic 2000 ¹	-27	-125	-650	-475	-150	208
Nivel en abril 2002 ²	1,98	4,00	7,00	3,25	6,50	16,61
	Malasia	Singapur ³	Tailandia	Taiwán, China	Hungría	Polonia
Variación desde dic 2000 ¹	-50	-200	50	-250	-250	-950
Nivel en abril 2002 ²	5,00	0,81	2,00	2,13	8,50	9,50
	República Checa	Rusia ³	Sudáfrica	Brasil	Chile	México ³
Variación desde dic 2000 ¹	-150	-186	-50	227	-282	-1.200
Nivel en abril 2002 ²	3,75	15,85	11,50	18,11	4,75	6,01

¹ Variación en puntos básicos. ² Porcentaje al final de periodo. ³ Tipo de interés trimestral.
Fuente: Bloomberg. Cuadro III.5

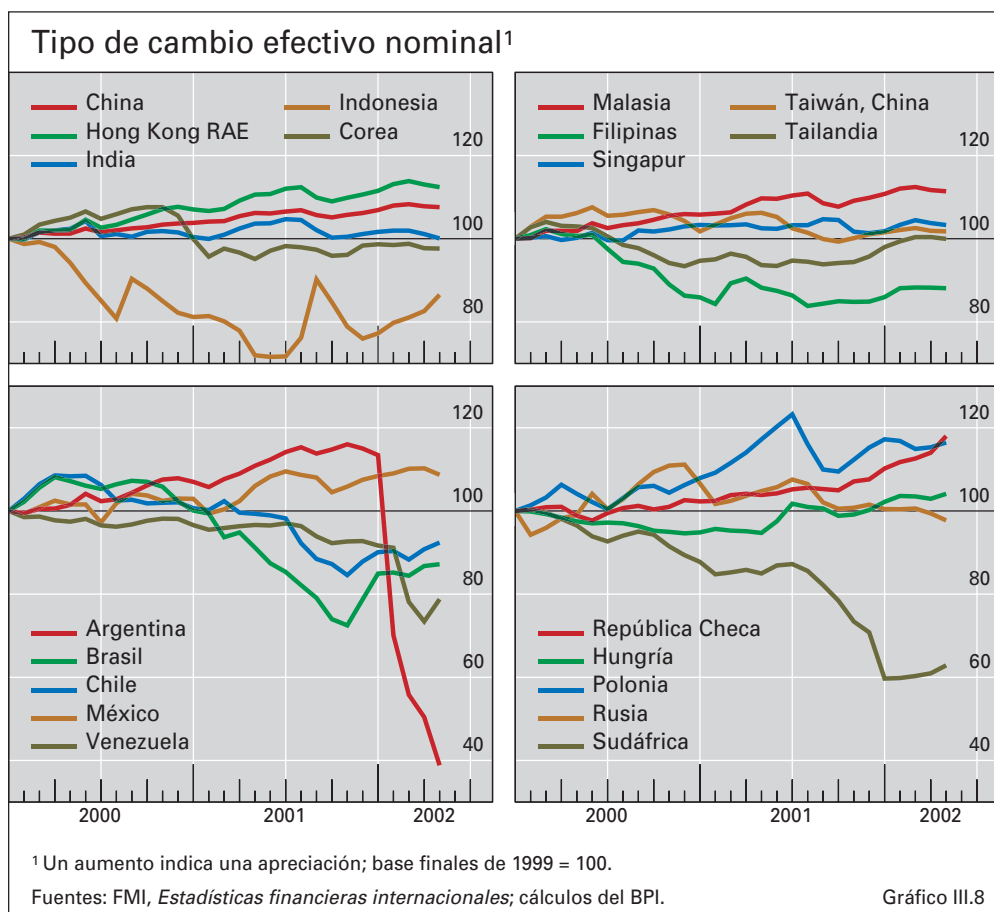
Precios de consumo						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	2002 T1
	variación porcentual anual					
Asia ¹	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
China	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corea	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Hong Kong RAE	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
India ²	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonesia	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Filipinas	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Malasia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Singapur	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Tailandia	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
América Latina ¹	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentina	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brasil	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Chile	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
México	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europa central ¹	20,7 ³	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Hungría	22,2 ³	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Polonia	24,7 ³	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
República Checa	9,1 ³	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Rusia	112,9 ³	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Sudáfrica	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

¹ Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1995.
² Precios al por mayor. ³ Media para el periodo 1993-97.
Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro III.6

los tipos de interés en Asia contribuyeron a mantener la demanda durante la desaceleración económica y deberían mejorar las perspectivas de recuperación mundial. No obstante, si la recuperación se confirma, puede que la política monetaria tenga que endurecerse. Así, Corea subió sus tipos de interés en el segundo trimestre de 2002, tras la recuperación de la demanda tanto interna como externa.

... pero las oscilaciones en los tipos de cambio efectivo variaron

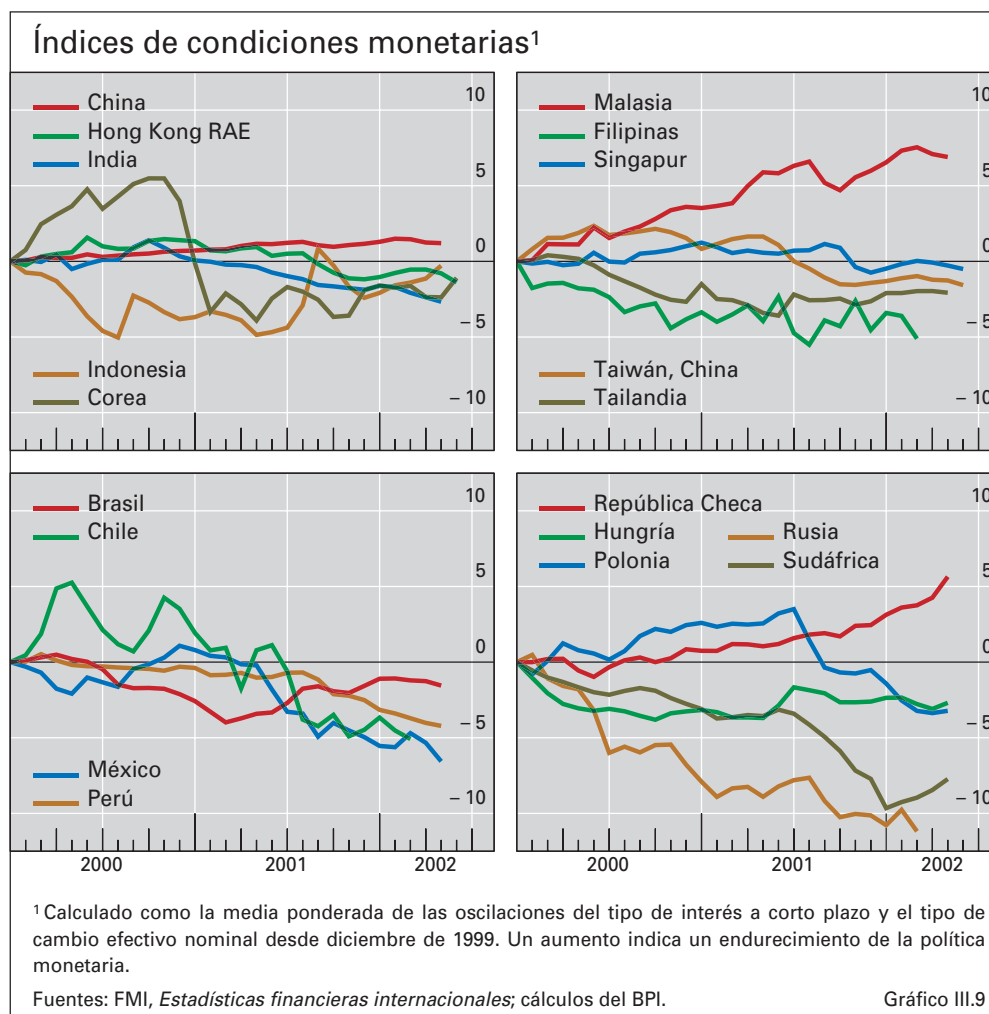
Aunque el tipo de cambio de la mayoría de países se depreció ante la subida del dólar, los aumentos potenciales de la competitividad fueron moderados o incluso quedaron neutralizados por otros factores. Por ejemplo, la rápida depreciación del yen y del won coreano frente al dólar (de un 20% aproximadamente entre mediados de 2000 y principios de 2002) ejerció tensiones alcistas sobre la mayoría del resto de las monedas asiáticas (véase el gráfico III.8). La consiguiente recuperación de ambas monedas frente al dólar ha permitido suavizar hasta cierto punto dicha tensión. Asimismo, en países con niveles de inflación relativamente altos (como Filipinas e Indonesia), la depreciación nominal no se tradujo totalmente en aumentos de la competitividad internacional. Por último, en países como India, la preferencia por un tipo de cambio relativamente estable frente al dólar apenas dio lugar a ligeras oscilaciones en el tipo de cambio efectivo.



A pesar de estos factores neutralizadores, la competitividad aumentó significativamente en algunos países como consecuencia de la depreciación de los tipos de cambio. En Corea, el tipo de cambio real del won cayó un 5% entre agosto de 2000 y marzo de 2002, principalmente durante un periodo de enorme debilidad de la demanda externa. En Taiwán, el tipo de cambio real cayó un 7% en los 12 meses anteriores a agosto de 2001. Singapur también permitió que el tipo de cambio atenuara las perturbaciones externas. Utilizando el tipo de cambio efectivo nominal como objetivo operativo, las autoridades monetarias suavizaron su política, sustituyendo el sesgo hacia una apreciación por una orientación neutral en julio de 2001, ampliando así la banda del tipo de cambio para acomodar la depreciación después del 11 de septiembre.

En los países con un tipo de cambio vinculado al dólar, la orientación de la política monetaria fue muy diversa, a pesar de que las reducciones de los tipos estadounidenses suelen permitir una suavización monetaria. En China, el tipo de interés interno, que ya estaba situado en un nivel bajo, no se redujo hasta principios de 2002. En Malasia, el tipo oficial tampoco se modificó con el fin de atraer entradas de capital, hasta que finalmente se redujo en septiembre. Sin embargo, los principales tipos de interés a corto plazo no tuvieron una reacción significativa. En ambos países, los controles de capital fueron capaces de aislar los tipos de interés internos con respecto al ciclo mundial de los tipos de interés. En cambio, Hong Kong siguió de cerca el ejemplo de las reducciones de los tipos de interés estadounidenses. Aunque

Distintas respuestas de la política monetaria en los países con tipo de cambio fijo



la vinculación con el dólar continuó siendo un ancla creíble en los tres casos, la fortaleza del dólar frente a casi todas las demás monedas hizo que sus tipos de cambio efectivos reales se apreciaran, sobre todo desde el otoño de 2001. Eso podría explicar por qué estos países utilizaron la política fiscal para estimular la demanda interna.

El gráfico III.9 muestra los índices de condiciones monetarias que reflejan el efecto combinado de las variaciones en los tipos de interés a corto plazo y de los tipos de cambio efectivos nominales. Como indica el gráfico, las condiciones monetarias se suavizaron sobre todo durante 2001, mientras que en Brasil, Indonesia, Malasia, y la República Checa se endurecieron, y en China, Hungría y Tailandia permanecieron relativamente sin cambios.

Menor margen de maniobra en América Latina

La elevada necesidad de financiación externa, el aumento de las presiones inflacionarias en algunos países, la disminución de la confianza de los inversionistas y la creciente incertidumbre política limitaron las posibilidades de suavizar la política monetaria en América Latina. De hecho, muchos países tuvieron que endurecerla para apoyar su moneda.

Brasil, con una inflación superior al objetivo y con su moneda sufriendo las presiones de la crisis de Argentina, endureció su política monetaria

durante gran parte de 2001. La suavización posterior, especialmente a partir de noviembre de 2001, estuvo limitada por las presiones inflacionarias. No obstante, la considerable depreciación de la moneda (alrededor de un 23% en términos efectivos reales entre finales de 2000 y octubre de 2001) contribuyó al crecimiento de las exportaciones. Venezuela endureció su política monetaria para defender su moneda antes de dejar fluctuar el tipo de cambio a principios de 2002. Sin embargo, la inflación se mantuvo alta, por lo que la gran depreciación nominal posterior no mejoró la competitividad.

Endurecimiento de la política monetaria en Brasil y Venezuela ...

Chile y México pudieron utilizar su política monetaria para estimular la demanda. En Chile, la baja inflación y la solidez de la balanza de pagos y de los resultados fiscales permitieron al banco central bajar los tipos de interés, salvo durante el segundo semestre de 2001, cuando el peso se vio momentáneamente sometido a presiones. En México, la reestructuración de las carteras de los inversionistas extranjeros en favor de los activos mexicanos, la consiguiente marcada apreciación del tipo de cambio y la disminución de la inflación contribuyeron a reducir los tipos de interés. Sin embargo, al acelerarse el aumento de los salarios a comienzos de 2002, México adoptó una orientación monetaria más cauta. En el momento de elaborar este Informe, a pesar de la depreciación de abril de 2002, el tipo de cambio efectivo real del peso seguía siendo un 20% superior al nivel anterior a la crisis de 1994. Esto podría limitar la capacidad del sector de bienes comerciables de aprovechar la actual recuperación mundial. De hecho, la apreciación del peso ya ha provocado el cierre de algunas empresas orientadas hacia la exportación, el traslado de varias empresas a otros países y la sustitución de productos internos por importaciones más baratas en algunos de los sectores de bienes intermedios.

... pero tipos de interés más bajos en Chile y México

Limitada suavización de la política monetaria en otros países

En Europa central y oriental, la desaceleración de la demanda externa coincidió con grandes entradas de capital y con una continua apreciación del tipo de cambio, lo cual llevó a los bancos centrales a bajar los tipos de interés y a intervenir en algunas ocasiones en los mercados de divisas. Sin embargo, en Polonia y en Hungría las presiones fiscales y los riesgos de inflación limitaron el margen para realizar recortes de los tipos de interés. En la República Checa, el fortalecimiento del tipo de cambio, junto con los grandes incrementos de la productividad y el moderado crecimiento de los salarios, permitieron al banco central bajar los tipos de interés hasta niveles realmente bajos.

Apreciación de los tipos de cambio en Europa central

En Sudáfrica, los retos para la política monetaria se acentuaron durante el último trimestre de 2001, cuando una depreciación excepcionalmente brusca del tipo de cambio aumentó las expectativas inflacionarias. Dado que la inflación ha superado constantemente el objetivo para el final de 2002, el banco central ha revertido recientemente la mayor parte de la suavización monetaria llevada a cabo durante el año 2001. Aunque el rand se ha recuperado desde entonces, la brusca depreciación del año pasado ha

Retos para la política monetaria en Sudáfrica

mejorado la competitividad externa del país y las exportaciones han contribuido significativamente al crecimiento total.

Eficacia de la política monetaria para estimular el crecimiento

La suavización de la política monetaria produjo efectos positivos

¿En qué medida ha sido capaz la política monetaria de estimular la demanda en las economías de mercado emergentes? Una manera de evaluar este efecto es examinar la influencia de las reducciones del tipo oficial sobre los tipos de interés a largo plazo. Asimismo, una respuesta más anticipatoria por parte de los bancos centrales frente a las perturbaciones económicas podría influir en la opinión de los consumidores y de las empresas, aunque este efecto es más difícil de calcular.

Los tipos de interés a largo plazo cayeron en la mayoría de los países ...

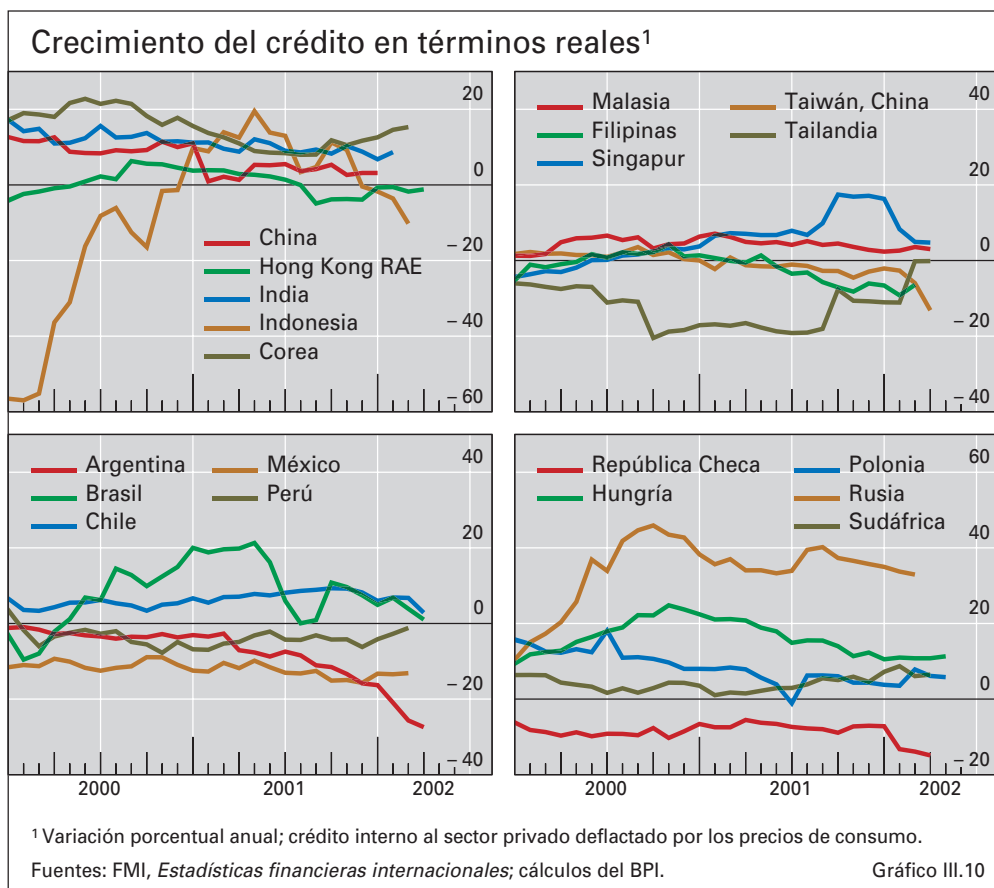
Los tipos de interés de los bonos a largo plazo de las economías de mercado emergentes se redujeron el año pasado, especialmente durante el segundo semestre, cuando se suavizó considerablemente la política monetaria (véase el cuadro III.7). De hecho, los tipos de interés a largo plazo han alcanzado sus niveles más bajos desde la crisis asiática. Al igual que ha sucedido en los países industrializados (véase el capítulo II), el recorte de los tipos de interés ha generado un repunte en el sector de la vivienda en algunas economías de mercado emergentes, y podría haber contribuido asimismo a la reestructuración de las empresas. No obstante, no se sabe con certeza si la brusca caída de los tipos a largo plazo se debió exclusivamente a la suavización de la política monetaria. Por ejemplo, en India, la bajada de los tipos de los bonos a largo plazo se debió en gran medida a una huida hacia activos financieros de mayor calidad (la llamada "huida hacia la calidad") por parte de los bancos y de las instituciones financieras, que aumentaron enormemente su inversión en títulos soberanos, y elevaron aún más los precios de los bonos.

Sin embargo, en la mayoría de los países, los tipos de interés más bajos no han estimulado el crecimiento del crédito, que en términos reales fue

Tipos de interés a largo plazo ¹					
	Finales 1998	Finales 1999	Finales 2000	Junio 2001	Finales 2001
Corea	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Filipinas	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Hong Kong RAE	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
India	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malasia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Singapur	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Tailandia	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Taiwán, China	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Chile	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
México	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Hungría	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Polonia	...	10,41	13,19	13,18	9,56
República Checa	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Sudáfrica	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

¹ Tipo de interés a largo plazo a 10 años o al valor más cercano; en porcentaje.
Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Cuadro III.7



negativo en varios países asiáticos, a pesar de que fue en esta región donde más se suavizó la política monetaria (véase el gráfico III.10). Es posible que los lentos progresos en la reestructuración bancaria y el gran remanente de préstamos en mora hayan limitado la oferta de nuevos créditos. Sin embargo, parece que el escaso crecimiento del crédito también se debió a la falta de prestatarios solventes, así como a la decisión de las empresas de reducir su endeudamiento.

La demanda empresarial de crédito ha sido escasa, por lo que la suavización de la política monetaria ha llevado a los bancos a diversificar su actividad hacia el crédito al consumo. En China, los créditos hipotecario y al consumo, aunque partían de un nivel muy bajo, aumentaron un 70% en 2001. En Corea, los bancos han fomentado enormemente los préstamos a los hogares mediante condiciones más ventajosas para los préstamos hipotecarios, lo que ha aumentado rápidamente la deuda de los hogares hasta alcanzar un nivel sin precedentes. En India, la competencia por los créditos al consumo parece haber llevado a los bancos a conceder créditos hipotecarios a tipos de interés por debajo del preferencial. En Hong Kong, los mayores créditos hipotecarios contrarrestaron en parte la disminución de los préstamos a las empresas.

En muchos países asiáticos, las autoridades han incentivado el préstamo bancario. La Hong Kong Monetary Authority eliminó temporalmente el requisito sobre la relación préstamo/valor para la refinanciación de los créditos hipotecarios. En Corea, el banco central ofreció una facilidad de

... pero el aumento del crédito a las empresas se mantuvo débil

Los bancos aumentaron el crédito al consumo ...

... y se les incentivó para conceder más préstamos

Gran contracción
del crédito en
América Latina

ajuste para bancos que tuvieran problemas momentáneos de liquidez por motivos de reestructuración. En Filipinas, el banco central bajó los tipos de interés de los depósitos a un día para alentar a los bancos a reducir su exceso de liquidez y aumentar la concesión de créditos a las empresas. En Tailandia, el banco central suavizó los requisitos para la provisión y clasificación de los préstamos.

En América Latina, la reciente contracción del crédito puede atribuirse tanto a factores cíclicos como estructurales. En Argentina, la capacidad de financiación de los bancos en 2001 se vio gravemente afectada por la crisis financiera, mientras que en Perú, una rápida disminución de los depósitos produjo un efecto similar. La drástica desaceleración del crecimiento del crédito en Brasil en 2001 se debió en gran medida al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros tras la crisis argentina, y a la consiguiente aversión de prestatarios y prestamistas a exponerse a mayores riesgos de impago. En México, la contracción del crédito es reflejo de la desintermediación financiera y de la mayor dependencia de las empresas de fuentes de financiación transfronterizas. A excepción de México, la reducción de la entrada de capital en acciones y de fondos bancarios en América Latina ha acentuado la desaceleración del crecimiento del crédito interno.

El papel de la política fiscal

Frente a la desaceleración económica, muchas economías emergentes adoptaron medidas fiscales expansivas en 2001. En otras, los gobiernos se vieron obligados a recortar el gasto público para hacer frente al impacto de un menor crecimiento sobre los ingresos o al aumento de los costes del pago de la deuda.

Los déficit fiscales
siguieron siendo
considerables en
Asia ...

El año pasado, la política fiscal de la mayoría de los países asiáticos fue expansiva o acomodaticia. El estímulo fiscal fue uno de los factores que más influyó en la demanda interna en Hong Kong, Singapur y Tailandia. En otros países, las reformas impositivas o la acumulación de superávit en los fondos de pensiones atenuaron las medidas de gasto expansivas o una orientación de la política económica muy acomodaticia. En China, el mejor comportamiento de los ingresos públicos limitó el impacto fiscal que tuvieron el aumento del gasto público en infraestructuras y la subida de los salarios de los empleados públicos. Malasia, con un déficit superior al 5% del PIB, siguió aplicando una política fiscal muy acomodaticia. Asimismo, los efectos de las políticas de gasto apenas se notaron debido a la reforma fiscal. De no ser así, afectarían únicamente al resultado del presupuesto de 2002. En Corea, el superávit fiscal aumentó el año pasado, pero este aumento se debió principalmente a los crecientes superávit de los fondos de la seguridad social. Si no se tiene en cuenta este efecto, el estímulo fiscal a la demanda interna fue considerable.

El margen de maniobra para aplicar un estímulo fiscal fue mucho más limitado en India, donde un déficit presupuestario de la administración central superior al 5,5% del PIB sobrepasó el objetivo con creces. Debido a los

déficit presupuestarios de las administraciones gubernamentales, que también son altos, ha resurgido la preocupación por los riesgos fiscales y sus consecuencias negativas para los tipos de interés reales. En Filipinas e Indonesia, los desequilibrios fiscales estructurales de relativa envergadura también han limitado el margen de maniobra para adoptar una política fiscal expansiva.

... pero hay un menor margen para el estímulo fiscal en India

Los estímulos fiscales provisionales pueden influir significativamente en la demanda, sobre todo cuando se combinan con una suavización de la política monetaria. Sin embargo, las medidas tributarias y presupuestarias que conllevan cambios en la política fiscal a medio plazo pueden restar eficacia a la política monetaria, al elevar tanto los tipos de interés internos como las primas de riesgo-país. Estas preocupaciones han limitado la aplicación de políticas fiscales anticíclicas en varios países asiáticos. En algunos de ellos, el coeficiente entre la deuda pública y el PIB ha llegado

Eficacia del estímulo fiscal

Resultados fiscales y deuda pública								
	Saldo general			Saldo primario			Deuda pública	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	en porcentaje del PIB							
Asia ¹	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
China	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong Kong RAE	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
India	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corea	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapur	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwán, China	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Filipinas	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Indonesia	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 ²
Malasia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Tailandia	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
América Latina ¹	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentina	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brasil	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Chile	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Colombia	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
México	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Perú	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 ²
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europa central ¹	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Hungría	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Polonia	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 ²
República Checa	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 ²
Rusia	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 ²
Sudáfrica	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

Nota: La comparación internacional debe hacerse teniendo en cuenta que se han utilizado diferentes definiciones del sector público; para Hong Kong RAE e Indonesia, años fiscales; para India, sólo gobierno federal.

¹ Medias simples. ² 2000.

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

Cuadro III.8

a niveles altos (véase el cuadro III.8). Si se tienen en cuenta los costes fiscales reales y potenciales de la reestructuración bancaria, los niveles de deuda de algunos países asiáticos serían en realidad mucho mayores de lo declarado. Al disminuir el año pasado los tipos de interés nominales (y, por lo tanto, el pago de la deuda) se contuvo el grado real de deterioro fiscal, aunque, en caso de endurecerse la política monetaria, el servicio de la deuda aumentaría todavía más.

Endurecimiento de la política fiscal en América Latina ...

En América Latina, algunos de los países que recurrieron a la financiación externa tuvieron que reducir el gasto público para contrarrestar la falta de ingresos y el aumento del servicio de la deuda. En algunos países, las estructuras tributarias que dependen en gran medida de los impuestos sobre las materias primas agravaron la falta de ingresos y la necesidad de recortar el gasto. En otros países, la preocupación de los inversionistas sobre la disciplina fiscal impidió que los gobiernos dejaran actuar a los estabilizadores automáticos. Por ejemplo, México respondió a la fuerte reducción de los ingresos procedentes del petróleo y a la escasez de ingresos fiscales recortando el gasto para mantener el déficit fiscal dentro del 1% del PIB. Asimismo, Brasil tomó medidas para lograr un superávit primario superior al fijado como objetivo para el sector público consolidado (un 3,7% del PIB en vez del 3,3% a finales de 2001), y para contener su déficit general por debajo del 4% del PIB. Chile es el único país que, gracias a su baja tasa de endeudamiento y a su objetivo de mantener un superávit estructural, pudo suavizar la política fiscal el año pasado.

... excepto en Chile

Significativa suavización de la política fiscal en Europa

La política fiscal fue expansiva en Polonia, donde el déficit fiscal de la administración central aumentó hasta un 4,5% del PIB en 2001, debido a una reducción de los ingresos y a una aceleración del gasto mayor de lo previsto. Para contener este desequilibrio, el presupuesto de 2002 ha adoptado una orientación cíclicamente neutral. En Hungría, el déficit fiscal no cambió, pero hubo un considerable aumento del gasto extrapresupuestario. En la República Checa, el estímulo fiscal también contribuyó significativamente a elevar la demanda. En Rusia, el superávit fiscal aumentó a un 3% del PIB, debido a la moderación del gasto y a reformas tributarias, incluida una reducción de los tipos del impuesto de sociedades y un nuevo impuesto unificado sobre los recursos naturales.

Crisis en Turquía y Argentina

Las crisis de Turquía y Argentina se debieron sobre todo a factores endógenos

Tanto Turquía como Argentina han sido grandes prestatarios internacionales durante los últimos años. Su deuda externa conjunta ascendía a 264 mil millones de dólares a finales de 2001, frente a los 193 mil millones de 1996. Por ello, las crisis en estos dos países podrían tener una mayor repercusión en la financiación de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, a escala internacional ambas crisis fueron consideradas acontecimientos en gran medida internos, y su contagio al resto de los mercados ha sido hasta ahora débil (véase el Capítulo V). No obstante, la crisis de Argentina podría afectar a las futuras inversiones

de los bancos internacionales en las economías de mercado emergentes, debido a las pérdidas que sufrieron los bancos de propiedad extranjera.

Turquía

Durante la década de los 90, la economía turca experimentó un crecimiento relativamente fuerte aunque volátil, acompañado de un elevado déficit público, una inflación alta y crisis periódicas de la balanza por cuenta corriente. Gracias a su apertura, a un dinámico sector privado y a una elevada tasa de ahorro de los hogares, esta economía ha sabido recuperarse de estas crisis rápidamente. Sin embargo, con el tiempo, cada vez había más entradas de capital que, a través del sistema bancario, iban a parar al sector público, por lo que el volumen de deuda pública en manos de los bancos nacionales aumentó.

A pesar del elevado crecimiento, los problemas se acumularon en la década de los 90

Al aumentar bruscamente en 2000 el déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente, y al alcanzar la deuda externa a corto plazo un 130% de las reservas, la volatilidad de los tipos de interés aumentó enormemente. El valor de mercado de las tenencias bancarias de deuda pública también comenzó a experimentar grandes fluctuaciones. Como el capital de los bancos no era suficiente para absorber esas fluctuaciones, el temor a que el gobierno pudiera verse obligado a rescatar a los bancos aumentó las presiones sobre el tipo de cambio, que fluctuó dentro de una estrecha banda en un régimen de tipo de cambio fijo pero ajustable. En febrero de 2001, el conflicto político provocado por los esfuerzos para luchar contra la corrupción en el sector bancario mermó la confianza de los inversionistas, las autoridades se vieron obligadas a dejar flotar la lira, que se depreció inicialmente un 45% frente al dólar, lo que tuvo una rápida repercusión en los precios de consumo.

La crisis bancaria desencadenó la crisis cambiaria

El anuncio de un amplio programa de medidas en abril de 2001 no consiguió restablecer la confianza, a pesar de los indicios de que los resultados presupuestarios y monetarios estaban mejorando. Los tipos de interés internos constantemente altos (hasta un 40% en términos reales) no sólo eran una muestra de la falta de confianza, sino que también constituían el mayor obstáculo para la viabilidad de la política presupuestaria. El deterioro del clima económico internacional agravó la situación, pero comenzaron a aparecer tendencias positivas: las exportaciones se recuperaron, la cuenta corriente registró un superávit, se recapitalizaron y se pusieron en venta grandes bancos estatales y se vendieron o cerraron 13 bancos de mediano tamaño.

El programa de estabilización no restableció la confianza

Tras los acontecimientos del 11 de septiembre, la lira volvió a sufrir presiones y los tipos de interés subieron de nuevo. Aumentaron los temores sobre la capacidad de sostenimiento de la deuda, ya que cerca del 80% de la deuda interna de Turquía está indexada a los tipos de interés a corto plazo o al tipo de cambio, y se había previsto un aumento de los pagos por devolución de la deuda pública en 2002. Las débiles perspectivas de privatización y de IED agravaron las dificultades para acceder a los mercados internacionales de capital. Sin embargo, las autoridades mantuvieron una orientación muy dura en el plano fiscal y siguieron adelante con las reformas del sector público. Estas medidas aumentaron las posibilidades de conseguir nueva financiación externa del FMI y mejoraron la opinión del mercado. A

Tras el 11 de septiembre surgieron dudas sobre la capacidad de sostenimiento de la deuda ...

... pero las austeras políticas contribuyeron a mejorar la opinión del mercado

mediados de abril de 2002, la lira se había apreciado un 30% con respecto a su mínimo de mediados de octubre, y el tipo de interés de los bonos internos de referencia había bajado más de 20 puntos porcentuales. Seguían existiendo grandes presiones inflacionarias, que sin embargo empezaban a disminuir. A su vez, la reducción de los tipos de interés internos y la apreciación de la moneda comenzaron a mejorar la situación de la deuda. Turquía pudo volver así a los mercados internacionales de deuda en el primer trimestre de 2002, colocando alrededor de 1,5 mil millones de dólares de deuda soberana a diferenciales más bajos, que oscilaron entre 550 y 700 puntos básicos.

Sin embargo, la recuperación continúa difícil

A pesar de estas tendencias positivas, la producción industrial y la demanda interna continuaron siendo escasas durante el primer trimestre de 2002 y persistieron las dificultades financieras del sector empresarial. La incertidumbre sobre el ritmo de recapitalización de los bancos privados —que es fundamental para la reanudación de la concesión de préstamos bancarios al sector privado—, y la rápida apreciación del tipo de cambio real aumentaron los riesgos para la recuperación.

En suma, el origen de la crisis turca fue claramente de carácter interno. La respuesta de la política monetaria y la forma en la que ha evolucionado la crisis hasta la fecha refuerzan algunas de las lecciones aprendidas durante la reciente crisis asiática, en concreto, la toma de decisiones inmediata para la reestructuración del sector bancario, la necesidad de llevar a cabo un enérgico ajuste en el sector real (que en Turquía incluía grandes empresas estatales) y la importancia de cumplir con las obligaciones del pago de la deuda del sector público. Al mismo tiempo, la experiencia de Turquía muestra lo difícil que resulta restablecer la confianza y reanudar el crecimiento en un clima de fragilidad del sector bancario, arraigado déficit fiscal y debilidad de la situación internacional.

Argentina

Las perturbaciones externas y la rigidez de los salarios afectaron a la competitividad ...

Argentina comenzó el año 2001 con una economía ya inmersa en una prolongada recesión. Los bajos precios de las materias primas a finales de los años 90 y la apreciación del tipo de cambio real —a raíz de la devaluación de Brasil de 1999 y la constante apreciación del dólar de Estados Unidos— redujeron la rentabilidad del sector de bienes comerciables y frenaron la inversión. Al ser fijo el tipo de cambio nominal, el tipo real sólo podía ajustarse si disminuían los costes laborales unitarios, disminución que impedía un mercado de trabajo bastante rígido.

... y los esfuerzos para reanudar el crecimiento a principios de 2001 fracasaron

En abril de 2001, las autoridades trataron de estimular el crecimiento y limitar al mismo tiempo el déficit fiscal. Se intentaba fomentar la inversión empresarial con nuevas medidas para aumentar la liquidez en el sistema bancario, la reducción de los aranceles sobre los bienes de capital y la subida de los aranceles sobre los bienes de consumo. En cuanto a la política fiscal, se introdujo un impuesto sobre las transacciones financieras para recaudar más ingresos. Sin embargo, todas estas medidas no impidieron la caída de la economía. La falta de claridad sobre la aplicación de las políticas y los conflictos entre los principales responsables de la política económica

mermaron la confianza del mercado, elevando los diferenciales de los bonos por encima de los 1.000 puntos básicos. Los inversionistas pusieron en tela de juicio sobre todo el alcance del ajuste fiscal, ya que las provincias no estaban obligadas a reducir el gasto. Por otra parte, la suavización del coeficiente de reservas exigido a los bancos comerciales, que les permitía mantener menos depósitos en el extranjero y utilizar los bonos del Estado para satisfacer sus requisitos de reservas, aunque intentaba aumentar la liquidez, en realidad minó la credibilidad de la caja de conversión y redujo la capacidad de los bancos para atraer nuevos fondos del exterior.

Las propias autoridades, que se encontraban asimismo en una difícil situación de liquidez, canjearon unos 30 mil millones de dólares de deuda externa a punto de vencer por bonos a más largo plazo en junio de 2001. El canje resultó muy caro —algunos nuevos bonos tenían tipos de interés cercanos a un 16%—, aumentando considerablemente la carga futura de la deuda. Las autoridades respondieron anunciando a finales de julio un plan de “déficit cero”, que obligaba a todas las administraciones públicas a restringir el gasto durante el resto del año a los ingresos recaudados. Como la actividad económica y los ingresos fiscales siguieron disminuyendo, los hogares comenzaron a retirar sus depósitos bancarios en julio y agosto. Las reservas exteriores disminuyeron significativamente y los mercados comenzaron a anticiparse a situaciones más caóticas para poder resolver la crisis.

La reducción de las entradas de capital privado en las economías de mercado emergentes tras los acontecimientos del 11 de septiembre llevó al gobierno argentino a buscar más soluciones, como la financiación de aproximadamente 41 mil millones de dólares de deuda pública en manos de los bancos locales, los fondos de pensiones y los gobiernos provinciales. Sin embargo, a finales de noviembre, los diferenciales de los bonos sobrepasaron los 3.000 puntos básicos debido a la difícil reestructuración de la deuda externa que quedaba pendiente, a la contracción de la economía y a la disminución de los ingresos fiscales. El incremento de las retiradas de depósitos llevó al gobierno a restringir tanto la retirada de efectivo como las transferencias al extranjero. A finales de diciembre, el gobierno suspendió el pago de la deuda externa, y a principios de enero de 2002 abandonó el esquema de caja de conversión, anunciando primero un sistema de tipos de cambio doble y más tarde un sistema de tipos de cambio flotantes. Sin embargo, no se hizo ningún esfuerzo para establecer un ancla para la política monetaria interna y reducir tanto la inflación como las fluctuaciones del tipo de cambio. En la práctica, los rigurosos controles de las transferencias bancarias significaban que la moneda apenas era convertible. Además, todos los depósitos y pasivos del sistema bancario denominados en dólares se convirtieron a pesos, pero a tipos de cambio diferentes, que no estaban basados en el mercado.

Estos cambios de política han supuesto enormes costes para los bancos argentinos y sus clientes, y han ido agravando progresivamente la crisis del sistema bancario y del conjunto de la economía. El diferencial de los bonos argentinos ha girado en torno a 4.000 puntos básicos desde finales de diciembre. Cuando se dejó fluctuar el peso libremente, cayó más de un 70%

Los problemas de liquidez hicieron temer una crisis ...

... y las nuevas medidas adoptadas volvieron a fracasar ...

... por ello estalló una crisis de una virulencia sin precedentes

frente al dólar. Según las proyecciones más recientes, la inflación podría sobrepasar el 50% en 2002 tras tres años de deflación. El PIB real disminuyó un 4,5% en 2001 y se prevé una reducción del producto de entre un 10% y un 15% para 2002. El déficit por cuenta corriente disminuyó el año pasado debido a la enorme contracción de las importaciones, pero el déficit fiscal aumentó a pesar de los recortes del gasto. El presupuesto para 2002 mantiene las reducciones de salarios públicos y de pensiones tal y como se anunció el año pasado, aumenta el gasto únicamente en ayuda de emergencia para los sectores poblacionales pobres y prevé un déficit de aproximadamente un 1% del PIB.

¿Cuál fue el problema?

Teniendo en cuenta los buenos resultados económicos y la capacidad de recuperación frente a las perturbaciones durante 1991–97, así como la solidez del sistema bancario —en su mayoría de propiedad extranjera—, la gravedad de la situación argentina fue toda una sorpresa para muchos. Merece la pena analizar las causas de esta situación, aunque los principales puntos débiles de la economía argentina eran bien conocidos desde hace algún tiempo.

Una economía cerrada altamente endeudada ...

En primer lugar, la economía argentina es muy cerrada y al mismo tiempo está altamente endeudada. En 2001, las exportaciones de mercancías sólo representaron un 10% del PIB, mientras que la deuda externa total ascendía a un 55% del PIB. Por otra parte, la deuda del sector público en manos de ciudadanos argentinos y denominada en su mayoría en dólares, representaba otro 26% del PIB. Las elevadas obligaciones de la deuda externa, junto con los bajos ingresos por exportaciones, hicieron que en 2001 el pago de la deuda externa representase un 83% de los ingresos por cuenta corriente. La deuda externa total era aproximadamente un 400% de las exportaciones de bienes y servicios, nivel excepcionalmente alto que indicaba el considerable riesgo de crisis de financiación externa. Por otra parte, el coeficiente entre la deuda externa a corto plazo y las reservas de divisas era muy alto, alrededor de un 115% a finales de 2000. Aunque estos indicadores de deuda nunca fueron especialmente favorables para Argentina, todos ellos habían aumentado considerablemente desde mediados de la década de los 90. Por ejemplo, la deuda externa total aumentó un 15% del PIB entre 1996 y 2000, y el servicio total de la deuda en porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios casi se duplicó. Asimismo, la deuda del gobierno central pasó de un 35% del PIB en 1996 a un 53%.

... y los desajustes de la moneda ...

En segundo lugar, tanto el sector privado como el sector público tenían gran cantidad de pasivos denominados en dólares, pero contaban con pocos activos con rendimiento en dólares para hacerles frente. Estos desajustes quedaron ocultos por los mecanismos de convertibilidad, en los que el peso y el dólar parecían equivalentes. Sin embargo, la realidad era que la economía argentina era extremadamente vulnerable a cualquier interrupción de la financiación externa y, en particular, a una devaluación del tipo de cambio.

Una vez interrumpida la financiación externa (la privada en el tercer trimestre de 2001 y la oficial en el último trimestre), las expectativas de una gran devaluación llevaron a revisar rápidamente el servicio de la deuda y la

situación fiscal del gobierno, lo que hizo temer un posible impago de la deuda. Este temor también deterioró la calidad percibida de los balances de las empresas, provocando la aparición de nuevos derechos contingentes sobre el presupuesto. La calidad de los activos de los bancos también empeoró y el agravamiento de la recesión afectó a la calificación de los créditos en el sector privado, y los bancos también se vieron perjudicados por las tenencias de títulos públicos. Aunque el banco central intentó contener las retiradas masivas de depósitos de los bancos (inyectando liquidez en los que estaban perdiendo depósitos y elevando los requisitos de reservas mínimas para los bancos, principalmente de propiedad extranjera, que estaban aceptando depósitos) estas medidas se vieron claramente limitadas por el sistema de caja de conversión.

... hicieron de Argentina un país sumamente dependiente de la financiación externa

Tras el estallido de la crisis, el anuncio de nuevas medidas por parte de las autoridades y su modificación pocos días más tarde aumentaron la incertidumbre. Una de ellas fue la conversión de los préstamos denominados en dólares a pesos a un tipo de cambio de 1 peso por dólar, y de los depósitos denominados en dólares a pesos a un tipo de cambio de 1,4 pesos por dólar. A título comparativo, el tipo de cambio de mercado era de aproximadamente dos pesos por dólar en ese momento y de más de tres pesos por dólar hacia mayo de 2002. Estos cambios asimétricos plantearon problemas para los que ni los bancos ni sus clientes estaban en modo alguno preparados. La mayoría de los bancos privados eran viables con el antiguo sistema de convertibilidad, y dependiendo de la solvencia de sus clientes, algunos de ellos habrían podido incluso haber permanecido viables tras el impago de la deuda soberana y la devaluación. Pero los cambios propuestos habrían provocado pérdidas generalizadas superiores al valor de las posiciones en acciones de los accionistas de estos bancos.

Los cambios de los contratos bancarios empeoraron la crisis ...

Otra medida sumamente perjudicial fue la inconvertibilidad y restricción de transferencia de los depósitos. Aunque se aplicó de forma provisional para frenar las retiradas masivas de depósitos de los bancos durante las crisis bancarias anteriores en Argentina y en otros países, esta medida fue tan integral y tan prolongada —algunos depósitos bancarios podrían no devolverse hasta enero de 2005—, que ha paralizado casi por completo el sistema de pagos interno. Dado que gran parte de la economía argentina, especialmente el sector servicios, es informal y opera en efectivo, la inconvertibilidad ha perjudicado enormemente a la actividad económica. Aunque es difícil separar los efectos de la inconvertibilidad de depósitos de otros aspectos de la crisis bancaria, no cabe duda de que ha agudizado la pérdida general de confianza en el sistema bancario y en la política económica en general. Los efectos a más largo plazo podrían ser nuevas salidas de depósitos a bancos en el extranjero, un aumento de los costes de los servicios crediticios y bancarios, y una reducción de las posibilidades de intermediación financiera.

... mientras la inconvertibilidad de los depósitos empeoró la actividad económica ...

Asimismo, las enmiendas a la ley sobre quiebras empeoraron considerablemente la situación, ya que restringieron significativamente los derechos de los acreedores. A esto se añadió la incertidumbre sobre la aplicación de la ley de “subversión económica”, en virtud de la cual los

... y las nuevas leyes mermaron aún más la confianza

banqueros y los empresarios podían ser objeto de acciones judiciales por adoptar malas decisiones empresariales o por negligencia. Aunque las disposiciones controvertidas de ambas leyes se enmendaron en mayo de 2002, la incertidumbre creada había minado seriamente la confianza de inversionistas y empresarios en la observancia de los derechos legales básicos.

Repercusión de la crisis argentina en los bancos internacionales

La experiencia de Argentina podría hacer que los bancos extranjeros ...

Durante el último decenio, la participación de los bancos extranjeros se ha considerado fundamental para el desarrollo de los sistemas bancarios en las economías de mercado emergentes. Los bancos extranjeros se han convertido en importantes agentes en muchos mercados emergentes, incluida Argentina, donde representaban más de la mitad de los activos y pasivos del sistema bancario. Por ello, y debido en parte al respaldo de un sólido sistema de supervisión, el sistema bancario argentino se consideraba uno de los más consolidados de América Latina. Sin embargo, la suspensión de pagos de la deuda pública argentina, la brusca devaluación del peso y la incertidumbre sobre la situación y el carácter de los contratos de depósito y préstamo y sobre los derechos de los acreedores, llevaron rápidamente al sistema bancario argentino al borde del colapso. Esta situación plantea diversas cuestiones relacionadas con las futuras actividades de los bancos extranjeros en los mercados emergentes.

... se mostrarán más cautos sobre los sistemas legales y judiciales ...

Los indicios de desacople de otros mercados de América Latina con respecto a Argentina y la ausencia de cualquier signo de "contagio de los depósitos" en otros mercados emergentes parecen apoyar la idea de que hasta ahora los mercados han considerado a Argentina como un caso especial. No obstante, con el paso del tiempo, los bancos internacionales podrían mostrarse más cautos a la hora de realizar nuevas operaciones en las economías de mercado emergentes cuyos sistemas político, legal y judicial no se consideran fiables. En general, los bancos internacionales podrían endurecer sus condiciones para conceder préstamos a los gobiernos y a las instituciones públicas a través de filiales locales.

... más dispuestos a diversificar sus actividades ...

Otra consecuencia a largo plazo de la crisis argentina podría ser que los bancos con un elevado volumen de beneficios procedente de operaciones en una determinada economía (o región) emergente traten de diversificar sus inversiones. Puesto que las autoridades de los países anfitriones podrían mostrarse reacias o ser fiscalmente incapaces de rescatar a una filial de un gran banco extranjero, podrían muy bien presionar a la entidad matriz para que invirtiera nuevos fondos para recapitalizar la filial. Los bancos extranjeros intentarían no tener una posición dominante en un país, ya que la negativa a recapitalizar el banco se consideraría extremadamente perjudicial para el país afectado.

... y más reacios a conceder préstamos en divisas

Además, los bancos extranjeros podrían mostrarse menos dispuestos a realizar operaciones en dólares en algunas economías de mercado emergentes. Desde mediados de los años 90, los bancos extranjeros han venido estableciendo filiales en muchos de estos países, en parte para limitar su exposición transfronteriza y evitar los desajustes de monedas relacionados

con los préstamos en divisas desde su matriz. Sin embargo, el caso de Argentina demuestra que cuando los clientes de los bancos tienen depósitos en divisas, pero tienen pocos activos con rendimientos en dólares (como los ingresos por exportación), las devaluaciones pueden afectar con la misma dureza a los bancos. Los bancos extranjeros pueden adoptar así una política de precios más prudente para los préstamos en divisas o dedicarse exclusivamente a las operaciones en moneda local.

Un asunto de preocupación más general con respecto a las economías de mercado emergentes es que las entradas de inversión extranjera directa puedan verse afectadas por las grandes pérdidas a las que se enfrentan las empresas extranjeras con grandes inversiones en Argentina. Además, dadas las enormes pérdidas sufridas por los pequeños inversionistas de Europa continental, que según las estimaciones tenían 20 mil millones de dólares en bonos del Estado argentino, las economías de mercado emergentes pueden tener más dificultades en el futuro para colocar sus emisiones de deuda entre estos inversionistas.

Otras entradas de capital también se podrían ver afectadas

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El ciclo de política monetaria cambió durante el pasado año cuando los bancos centrales de los países industrializados avanzados redujeron sus tipos de interés en respuesta a la desaceleración económica mundial. Otro factor de gran influencia fueron los atentados terroristas ocurridos en Estados Unidos, tras los cuales se relajó todavía más la política monetaria en todo el mundo con el fin de restablecer la confianza de consumidores y empresas. Las perspectivas de crecimiento mejoraron durante los primeros meses de 2002, lo que provocó un endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales de algunos países para anticiparse a presiones inflacionarias.

Estados Unidos fue el primer país en experimentar el efecto de la desaceleración económica durante el pasado año. La Reserva Federal se adelantó al resto de países relajando su política monetaria en enero de 2001, y recortando después los tipos de interés en varias ocasiones para hacer frente a la inesperada gravedad de la desaceleración. Durante el primer trimestre de 2002, aparecieron indicios de que se estaba produciendo un cambio en la actividad económica, lo que impidió cualquier suavización adicional de la política monetaria y condujo a una valoración más equilibrada de los riesgos relacionados con el crecimiento y la inflación.

En la zona del euro, la desaceleración de la actividad económica real comenzó a sentirse más tarde que en Estados Unidos. Las presiones inflacionarias siguieron siendo un motivo de preocupación, por lo que el BCE redujo los tipos de interés en una sola ocasión durante la primera mitad de 2001. A medida que se acumulaban nuevos indicios de desaceleración, y para responder a los acontecimientos del 11 de septiembre, el BCE relajó aún más su política monetaria en la segunda mitad del año. Los tipos de interés se mantuvieron estables durante los primeros meses del año en curso, al aparecer perspectivas de recuperación económica, aunque seguían latentes las presiones inflacionarias.

La situación económica de Japón continuó muy delicada. El Banco de Japón aumentó las reservas del sistema bancario en varias ocasiones durante todo el periodo analizado. Para estimular la economía todavía más, el Banco de Japón también intensificó sus compras directas de bonos del Estado. A pesar de todo, las reformas estructurales más importantes seguían paralizadas, por lo que la economía permaneció inestable.

Los tipos de interés también se redujeron durante los últimos 12 meses en los países con objetivos de inflación explícitos, aunque estos cambios en la política monetaria se realizaron en diversas ocasiones y en distinta medida. Mientras que el Banco de Canadá redujo sensiblemente los tipos de interés,

el crecimiento económico permaneció muy sólido en el Reino Unido, Australia y Nueva Zelandia, lo que redujo la necesidad de recortar los tipos de interés. Ante el temor a un aumento de la inflación, Suecia y Nueva Zelandia fueron los primeros países en endurecer su política monetaria a comienzos de 2002.

La situación de baja inflación y tipos de interés nominales reducidos que caracterizó al periodo analizado fue algo insólito, a tenor de lo ocurrido durante las últimas décadas. Esta nueva situación ha aumentado en muchos aspectos el margen de maniobra con el que cuentan los bancos centrales. Al mismo tiempo, y como demuestra lo ocurrido en los últimos años, puede haber alterado ligeramente la naturaleza de los desafíos a los que se enfrentan estos bancos. La segunda parte de este capítulo analiza estos asuntos con más detalle.

Estados Unidos

El cambio brusco que se produjo en la actividad económica de Estados Unidos entre finales de 2000 y principios de 2001 provocó un fuerte estímulo monetario. Durante los primeros compases de 2001, la Reserva Federal redujo en 50 puntos básicos los tipos de interés en cinco ocasiones consecutivas, incluidos dos recortes decididos fuera de las reuniones habituales del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC). A pesar de los recortes, el crecimiento del PIB real se estancó durante el segundo trimestre de 2001 y aumentaron los temores sobre futuras reducciones de la inversión en bienes de capital y sobre una continua liquidación de existencias. En un entorno de inflación reducida y estable, el FOMC decidió dos veces más, en sus reuniones de junio y agosto, reducir su objetivo para los tipos de interés de los fondos federales. Sin embargo, ambos recortes fueron de tan sólo 25 puntos básicos, en lugar de los 50 puntos de ocasiones anteriores, lo que podría interpretarse como una señal del Comité de que el periodo de relajación monetaria podría acabar pronto. De hecho, hacia finales del verano comenzaron a aparecer indicios de estabilización en algunos sectores, lo que hizo creer que podría evitarse un largo periodo de crecimiento económico por debajo del potencial.

Los trágicos sucesos del 11 de septiembre desvanecieron cualquier esperanza de repunte del crecimiento a corto plazo. La respuesta de las autoridades monetarias frente a los atentados terroristas fue muy variada. En primer lugar, la Reserva Federal inyectó un gran volumen de liquidez a través de la ventanilla de descuento. Con esta medida de emergencia, el crédito otorgado a través de ésta aumentó significativamente durante la semana de los ataques, volviendo a niveles más normales hacia finales de septiembre. En segundo lugar, la Reserva Federal estableció o amplió líneas *swap* con ciertos bancos centrales extranjeros para acomodar las necesidades mundiales de liquidez, aunque sólo las utilizó el BCE. En tercer lugar, el FOMC recortó su tipo de interés objetivo en 50 puntos básicos, en un nuevo entorno de gran incertidumbre y débil confianza de consumidores e inversionistas. El recorte de tipos de interés se programó para que coincidiera con la reapertura de los mercados bursátiles de Nueva York el 17 de septiembre (véase el capítulo VI).

La marcada desaceleración económica provocó una drástica relajación de la política monetaria

Medidas adicionales de relajación monetaria tras los atentados terroristas ...

Las reducciones anteriores de los tipos de interés, junto con la elevada provisión de liquidez tras los atentados terroristas, ayudaron a mantener el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios amplios, que se había mantenido sólido hasta entonces.

... y posteriormente en 2001, dada la debilidad de la economía

En su reunión a principios de octubre, el FOMC reforzó sus decisiones anteriores al recortar su tipo de interés objetivo en 0,5 puntos porcentuales frente al temor de que la desaceleración mundial pudiera repercutir negativamente en la economía de Estados Unidos. Al remitir las presiones inflacionarias, y ante diversos indicadores que señalaban que la economía en su conjunto seguía débil, el FOMC redujo los tipos de interés en dos ocasiones más antes de fin de año.

A pesar de los significativos recortes de tipos de interés ...

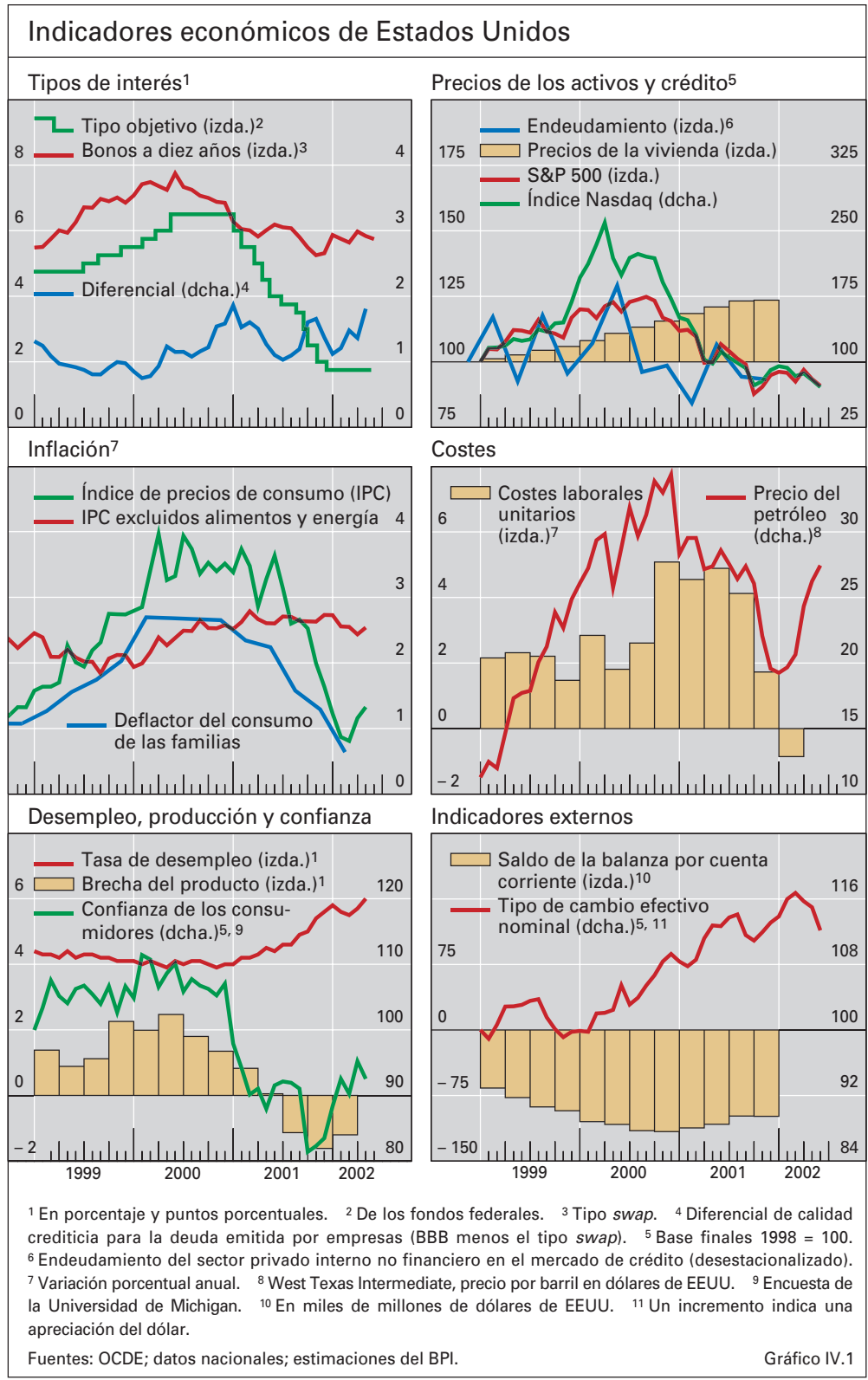
Las medidas adoptadas por el FOMC durante esta fase de relajación monetaria no tienen precedentes. El tipo de interés objetivo de los fondos federales bajó en 11 ocasiones durante 2001, lo que supone un total de 4,75 puntos porcentuales, y durante los primeros meses de 2002 ha llegado al insólito nivel del 1,75%. Aunque los cambios en las circunstancias anteriormente mencionadas revistieron la suficiente importancia como para justificar una relajación significativa de la política monetaria, la economía de Estados Unidos comenzó el año 2001 con unos tipos de interés reales a corto plazo ex post relativamente altos. Además, a medida que avanzaba el año, resultaba más obvio que las condiciones financieras en conjunto no se estaban suavizando todo lo que hubiera cabido esperar. A pesar de la significativa reducción de los tipos de interés a corto plazo, el dólar se apreció un 5,4% en términos nominales efectivos durante 2001 (véase el gráfico IV.1), los bancos endurecieron ligeramente sus criterios de concesión de créditos, y los precios de las acciones continuaron bajando, si bien la profunda relajación de la política monetaria evitó probablemente una caída mucho más pronunciada. Por el contrario, los precios de la vivienda siguieron aumentando considerablemente y los consumidores refinanciaron sus hipotecas, retirando una cantidad de fondos sin precedentes que utilizaron para realizar gastos adicionales (véase el capítulo II).

... las condiciones financieras continuaron siendo estrictas

Los tipos de interés oficiales se estabilizaron a principios de 2002

A comienzos de 2002, un amplio conjunto de indicadores empezó a señalar hacia un cambio de rumbo, aunque seguía existiendo una gran incertidumbre. Por ello, la Reserva Federal mantuvo su tipo de interés objetivo durante los tres primeros meses del año y en marzo modificó su valoración de los riesgos adoptando un sesgo neutral. El mantenimiento de tipos de interés bajos se vio favorecido por las difíciles condiciones financieras y por el encarecimiento del petróleo, que perjudicaba a las rentas disponibles. Además, seguían existiendo algunos de los desequilibrios anteriores a la desaceleración, que se temían pudieran desacelerar cualquier atisbo de recuperación. En concreto, los elevados niveles de endeudamiento de las familias y la alta valoración de las acciones —teniendo en cuenta, sobre todo, la incertidumbre en torno a los beneficios y las posibles repercusiones de la quiebra de Enron—, podían frenar el gasto de los consumidores. Asimismo, unos beneficios empresariales escasos, junto con elevados niveles de endeudamiento y un exceso de capacidad productiva podían limitar el gasto en inversión. Por el contrario, existían argumentos que avalaban

una vuelta más rápida a niveles de tipos de interés oficiales más usuales: la liquidación de existencias parecía estar frenándose, el efecto total de los recortes en los tipos de interés y las rebajas impositivas podría estar todavía por llegar y continuaban las perspectivas de un mayor crecimiento de la productividad, que había contribuido a impulsar la larga expansión de la década de los 90.



También había que tener en cuenta la velocidad a la que podía producirse un cambio repentino en la política monetaria. Por una parte, la rápida sucesión de recortes de tipos de interés en respuesta al deterioro de la situación económica parecía justificar un endurecimiento monetario preventivo e igualmente rápido en el caso de que las presiones inflacionarias comenzaran a intensificarse. Por otra, cualquier cambio brusco e inesperado de la política monetaria podía originar una sobrerreacción en los mercados financieros. En este sentido, puede interpretarse que el FOMC, al adoptar una postura neutral en su reunión de marzo, podría haber estado preparando a los mercados para posteriores subidas de los tipos de interés.

La zona del euro

Las presiones inflacionarias siguieron preocupando en la zona del euro hasta mediados de 2001

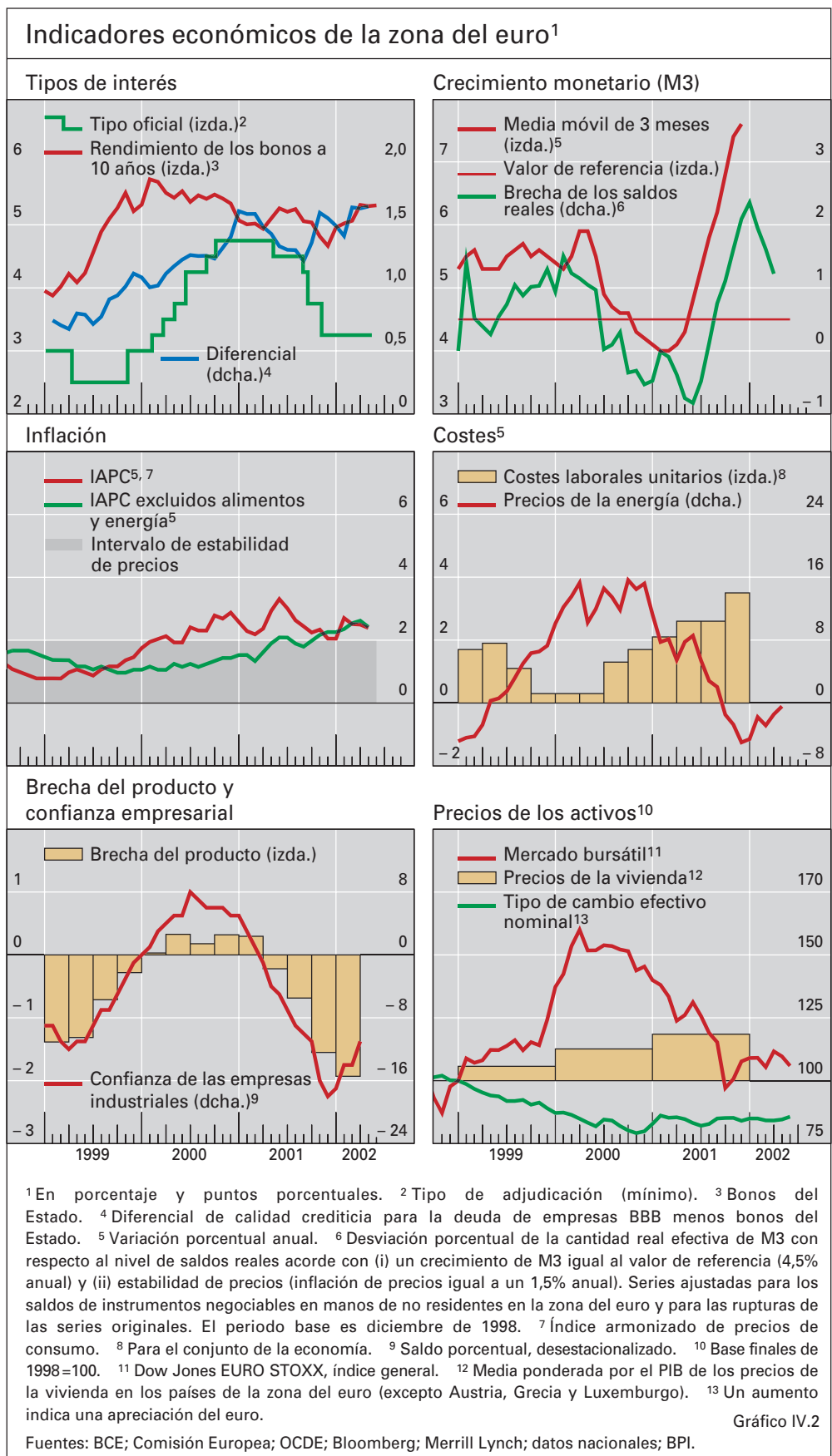
El crecimiento en la zona del euro fue relativamente sólido durante los primeros meses de 2001, por lo que el BCE siguió mostrando su preocupación por las presiones inflacionarias subyacentes. Sin embargo, a medida que las previsiones de inflación a medio plazo comenzaban a mejorar —debido en parte a una menor presión de la demanda asociada a la desaceleración mundial— el BCE decidió reducir en mayo su principal tipo de interés oficial desde el 4,75% hasta el 4,5%. Durante el verano, los tipos de interés se mantuvieron sin variaciones en el 4,5%, ya que la inflación general— tras las subidas del precio del petróleo y la reducción del valor del euro— se había situado persistentemente por encima del límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE.

A medida que el crecimiento se desaceleraba ...

En su reunión de finales de agosto, el Consejo de Gobierno consideró que las presiones sobre los precios por fin se estaban moderando y se alejó la posibilidad de que las subidas de precios anteriores fueran a tener repercusiones sobre la inflación. Además, la actividad económica comenzó a desacelerarse de forma extraordinariamente marcada en gran parte de la zona del euro. Los factores que contribuyeron a esta ralentización fueron la debilidad económica por la que atravesaban Estados Unidos y Japón, y la moderación tanto del consumo interno como de la inversión. Esta situación impulsó al BCE a rebajar en 25 puntos básicos su principal tipo de interés oficial. El Banco volvió a recortar los tipos de interés poco después de los atentados terroristas en Estados Unidos, al empeorar las perspectivas de crecimiento mundial debido a una significativa pérdida de confianza en la economía. Al igual que las autoridades monetarias de Estados Unidos y de muchos otros países, el BCE anunció, tras los ataques terroristas, que proporcionaría liquidez para garantizar el funcionamiento normal de los mercados financieros. Esto incluía la decisión del 12 de septiembre de satisfacer demandas de liquidez a un tipo de interés fijo y en cantidades no específicas. El BCE redujo en noviembre los tipos de interés por cuarta y última vez dentro del periodo analizado. Esta decisión reflejaba la opinión del Banco, que consideraba que las presiones inflacionarias estaban remitiendo a un ritmo satisfactorio, a pesar del continuo y alto crecimiento de M3 (véase el gráfico IV.2), atribuible principalmente a reestructuraciones de cartera.

... se fueron reduciendo los tipos de interés oficiales

El BCE mantuvo estables los tipos de interés a principios de 2002 ante la aparición de señales contradictorias sobre posibles presiones inflacionarias.



La política monetaria no se modificó a principios de 2002 ...

Aunque comenzaron a apreciarse signos de recuperación de la actividad económica, como aumentos de la confianza empresarial y del índice de compras de los empresarios de manufacturas, todavía no había fundamentos sólidos de una recuperación sostenible del crecimiento. La introducción de los billetes y monedas de euro al comienzo del año pareció haber tenido un impacto moderado sobre la tasa de inflación, ya que sólo se le atribuyeron pequeñas subidas de precios en parte del sector servicios. El aumento de la inflación general interanual registrado en enero y febrero se consideró transitorio (debido a los efectos relativos a la base de cálculo del índice) y, por lo tanto, no produjo ninguna reacción por parte de la política monetaria.

... a medida que reaparecía el temor a la inflación

Hacia el mes de abril, aparecieron señales positivas que apuntaban a una recuperación del crecimiento, tales como un cambio de tendencia en la inversión de existencias y un mejor comportamiento de los mercados financieros. Al mismo tiempo, las subidas del precio del petróleo y las negociaciones salariales en curso reavivaron los temores a una intensificación de las presiones inflacionarias. En esta tesitura, el BCE decidió de nuevo mantener los tipos de interés a la espera de la evolución de la coyuntura económica.

Japón

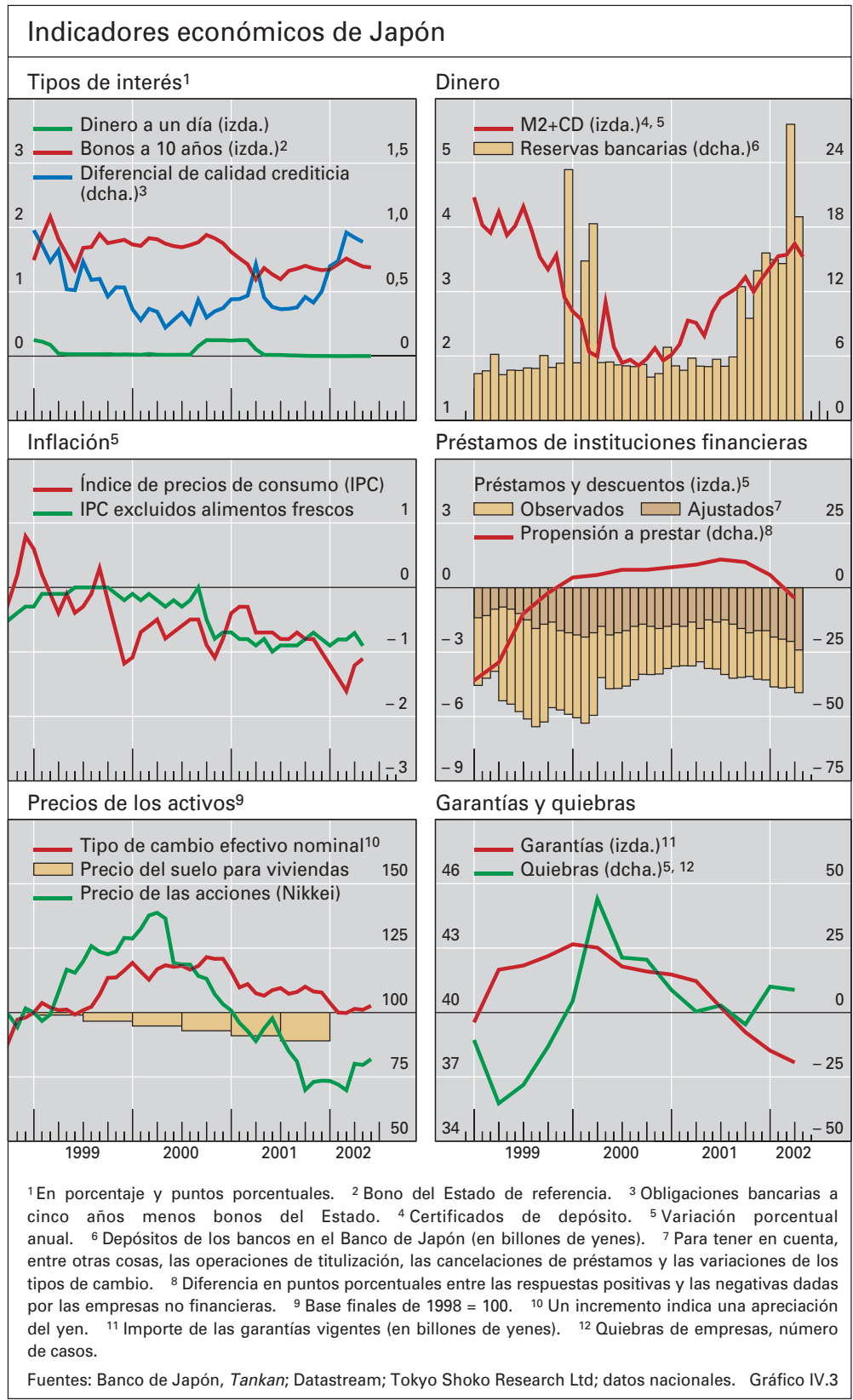
A medida que las perspectivas económicas empeoraban en Japón ...

A comienzos de 2001, la economía japonesa volvió a desacelerarse, entrando en su tercera y más profunda recesión de los últimos 10 años. El Banco de Japón respondió modificando su forma de operar e introdujo un objetivo cuantitativo para el saldo de las cuentas corrientes (5 billones de yenes), lo que proporcionaría una liquidez al sistema mucho más elevada. La tasa de crecimiento de la base monetaria experimentó una fuerte subida, el tipo a un día se mantuvo prácticamente a cero y los tipos de interés a plazos más largos de la curva de rendimientos también se acercaron a cero. Sin embargo, la economía continuó deteriorándose según avanzaba el año. Los precios de las acciones cayeron de forma significativa hacia mediados de año y la desaceleración mundial comenzó a afectar seriamente a las exportaciones japonesas. El Consejo de Política del Banco de Japón comenzó a ser más consciente de la posible necesidad de una mayor relajación monetaria, lo que finalmente se produjo en agosto, al elevar su objetivo cuantitativo a 6 billones de yenes. Además, el Banco también intensificó sus compras directas de bonos del Estado.

... las condiciones monetarias se relajaron en numerosas ocasiones

En septiembre, tras los atentados terroristas en Estados Unidos, se volvió a suavizar la política monetaria. El Consejo de Política temía que las perturbaciones de los mercados financieros pudieran poner en peligro los efectos positivos de las anteriores medidas de política monetaria. Las nuevas medidas no especificaron un objetivo más elevado para el saldo de las cuentas corrientes. En su lugar el Banco de Japón anunció su disposición a proporcionar la liquidez necesaria a los mercados, incluso por encima de su objetivo anterior. Al mismo tiempo, el Banco redujo su tipo de descuento y amplió el acceso a su facilidad de crédito lombardo. Aunque la base monetaria creció posteriormente hasta alcanzar tasas más elevadas,

el crecimiento de los agregados monetarios amplios permaneció modesto (véase el gráfico IV.3). Si bien estas condiciones monetarias más laxas podrían haber sido responsables, en parte, de la depreciación del yen a finales de año, el alcance de esta depreciación fue bastante limitado. Hacia el mes de



La depreciación del yen alivió ligeramente la situación ...

diciembre, el tipo de cambio efectivo nominal seguía estando un 20% por encima de su valor de mediados de 1998. En cualquier caso, la depreciación del yen tuvo algunos efectos positivos, como demuestra el incremento de las exportaciones, de los beneficios empresariales en ciertos sectores y del valor en yenes de las inversiones extranjeras.

... pero el entorno financiero en su conjunto se deterioró

El deterioro de la situación financiera hacia finales de año indicó que la economía podría sufrir una mayor contracción. La tasa de quiebras aumentó, los diferenciales de la deuda emitida por las empresas se ampliaron y, aunque las cotizaciones del mercado bursátil en su conjunto se mantuvieron estables, los precios de las acciones de los bancos cayeron considerablemente a raíz de un incremento de los préstamos en mora. Además, el crédito bancario se redujo más rápidamente, si bien esta contracción también reflejaba una menor demanda de préstamos, debido a la caída de la inversión fija de las empresas y a un intento de reducir su apalancamiento. Este cúmulo de circunstancias llevó al Banco de Japón a adoptar un objetivo explícito y mucho más elevado para los saldos en cuenta corriente (entre 10 y 15 billones de yenes), si bien el nivel efectivo de esos saldos ya había alcanzado los 9 billones de yenes en el momento de tomar esa decisión. Asimismo, el Banco amplió la lista de colaterales que podían utilizarse en sus operaciones con el fin de mejorar el funcionamiento y la intermediación en los mercados.

La deflación se aceleró ...

A principios del año siguiente se aceleró el ritmo de caída de los precios de consumo y las perspectivas económicas siguieron rodeadas de incertidumbre, a pesar de que el crecimiento interanual de la base monetaria llegó a alcanzar casi un 30%. A medida que se acercaba el cierre del año fiscal, el Banco de Japón consideró la posibilidad de proporcionar mayor liquidez a los mercados, por lo que a finales de febrero puso en marcha una serie de nuevas medidas de relajación monetaria, entre las que se incluía otro aumento de su objetivo para el nivel de los saldos en cuenta corriente.

... dando lugar a medidas expansivas adicionales ...

... aunque las reformas estructurales continuaron siendo esenciales

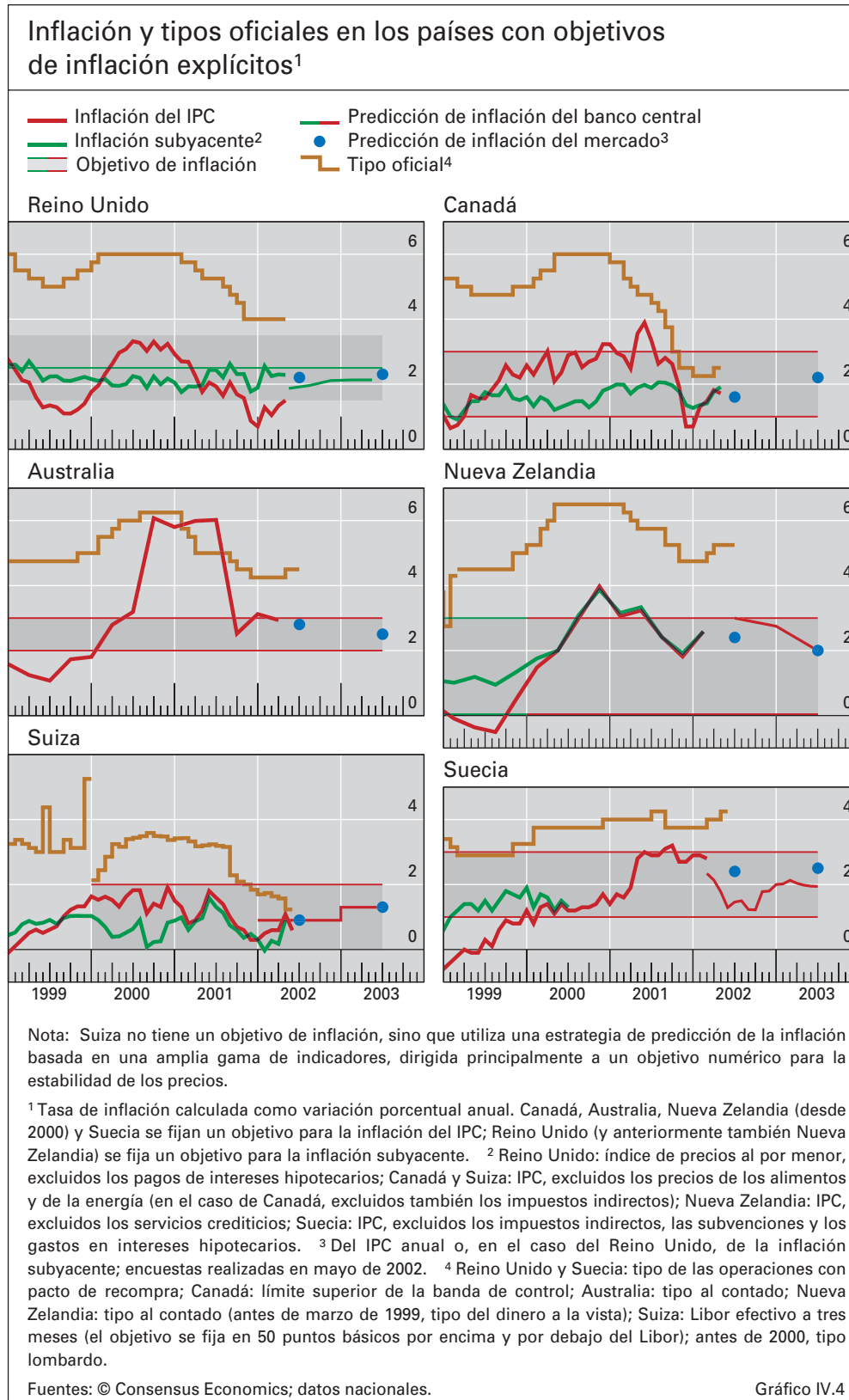
Al mismo tiempo que relajaba las condiciones monetarias durante el pasado año, el Banco de Japón seguía insistiendo en que para aumentar la demanda y el crecimiento económico y frenar al mismo tiempo la deflación era necesario avanzar significativamente en las reformas estructurales. En concreto, el Banco subrayó la necesidad de resolver el problema cada vez más grave de préstamos en mora, aunque se pusiera en juego así la quiebra de muchas empresas. El Banco de Japón declaró que, en caso de aparecer problemas que afectaran al sistema financiero en su conjunto, estaría dispuesto a actuar como prestamista en última instancia. Consideraba que la otra alternativa —a saber, la utilización del gasto público para estimular la demanda— tenía sus limitaciones dado el nivel creciente de endeudamiento público. Otras opciones de política económica tampoco estaban exentas de problemas (véase más adelante).

Países con un objetivo de inflación

Las experiencias de los países que han adoptado objetivos de inflación explícitos fueron similares, aunque no idénticas, durante el periodo analizado. En general, la actividad económica de estos países sufrió una desaceleración,

causada principalmente por la debilidad de las mayores economías. Esto permitió una relajación de la política monetaria durante el primer trimestre del pasado año, al situarse la inflación a un nivel cercano a los objetivos fijados (véase el gráfico IV.4). Sin embargo, en estos países se observaron claras

Los efectos de la desaceleración mundial sobre otros países industrializados



Canadá sufrió el mayor revés ...

... pero las economías del Reino Unido y Australia se mantuvieron fuertes

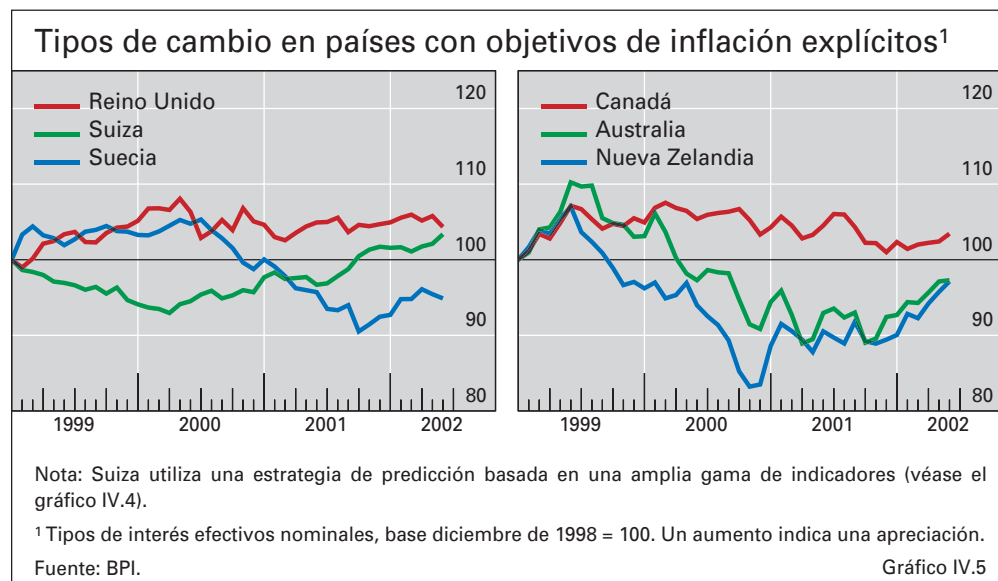
Recortes generalizados de los tipos de interés tras los atentados del 11 de septiembre

Se agravaron los desequilibrios sectoriales

diferencias con respecto al grado de desaceleración y a las perspectivas de inflación. El crecimiento se redujo de forma muy acusada en Canadá, lo que provocó un rápido recorte de tipos de interés por parte del Banco de Canadá, al igual que hizo la Reserva Federal. En otros países, como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelandia, el crecimiento se mantuvo bastante sólido, sostenido por una demanda interna más fuerte. A pesar de ello, se llevaron a cabo recortes de los tipos de interés, por temor a que el crecimiento efectivo pudiera caer por debajo del potencial. La situación del Banco de Inglaterra parecía ser particularmente favorable a la hora de proteger su economía contra una brusca desaceleración, al situarse la inflación por debajo del objetivo y gozar la libra esterlina de gran fortaleza durante mucho tiempo. El caso de Suecia fue especial, puesto que la inflación siguió aumentando a lo largo de todo el año, lo que llevó al Riksbank a endurecer su política monetaria en fechas tan avanzadas como últimos de julio.

Inmediatamente después de los atentados en Estados Unidos, se produjo una relajación adicional de la política monetaria. La principal preocupación de las autoridades en estos países, al igual que en las mayores economías, era evitar una merma de la confianza de los consumidores y los empresarios en un momento en el que la incertidumbre ya era elevada de por sí. Fuera de las reuniones habituales de los comités, se adoptaron medidas de política monetaria que incluyeron recortes de los tipos de interés, así como provisiones especiales de liquidez y acuerdos *swap* con la Reserva Federal (como se mencionó más arriba). La única excepción fue el Banco de la Reserva de Australia, que esperó hasta principios de octubre para reducir sus tipos de interés. A finales de 2001 se volvieron a bajar en la mayoría de estos países, ya que, en general, la demanda interna mostraba signos de debilidad y la inflación subyacente seguía situada cerca del objetivo.

Ante las perspectivas de debilidad de la demanda externa, la puesta en práctica de una política monetaria expansiva que estimulase la demanda interna podría haber generado o empeorado los desequilibrios entre sectores,



debido sobre todo a que una reducción de los tipos de interés no garantizaba la depreciación de la moneda nacional. Este fue el caso del Reino Unido, donde la constante fortaleza de la libra (véase el gráfico IV.5) creó grandes diferenciales de crecimiento entre los sectores orientados a la demanda interna y los de industrias de exportación e importación. De hecho, al reducir los tipos de interés en 1,75 puntos porcentuales, y fomentar así la explosión de la construcción de viviendas, el Banco de Inglaterra reconocía implícitamente que un crecimiento desequilibrado era preferible a la ausencia de crecimiento.

Los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios durante los dos primeros meses del presente año en todos los países con objetivos de inflación, excepto en Canadá, donde el Banco Central volvió a reducir su tipo de interés objetivo. Hacia el mes de marzo, cada vez estaba más claro que la desaceleración económica estaba tocando a su fin en estos países y en el resto del mundo, por lo que se prestó mayor atención a un posible cambio de tendencia en el ciclo de la política monetaria. A finales de marzo, el Riksbank y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia fueron los primeros en subir de nuevo los tipos de interés. Las presiones inflacionarias se estaban intensificando en ambos países y, en el caso de Suecia, la tasa de inflación se situó por encima del objetivo oficial. El Banco de Canadá y el Banco de la Reserva de Australia también endurecieron su política monetaria en abril y mayo respectivamente, elevando los tipos de interés oficiales ante un crecimiento económico inesperadamente fuerte. Por el contrario, el Banco Nacional Suizo redujo su tipo de interés objetivo en medio punto porcentual a primeros de mayo, pues temía que la apreciación del franco pudiera lastrar la recuperación económica.

Cambio de tendencia en el ciclo de la política monetaria

Dada la situación de los balances, el inicio de una fase de endurecimiento generalizado de la política monetaria puso en tela de juicio el mecanismo de transmisión monetario. Los niveles de endeudamiento de familias y empresas eran excepcionalmente elevados, sobre todo en el Reino Unido, donde además el déficit por cuenta corriente aumentó, y en muchos países, los precios de la vivienda parecían excesivos (véase el capítulo VII). Una fuerte subida de los tipos de interés podría agravar la carga de la deuda de consumidores y empresas, y conduciría posiblemente a un cambio de tendencia en los precios de los inmuebles.

¿Obstáculos más sutiles para la política monetaria?

Durante la pasada década el mundo entró en una fase de inflación reducida y relativamente estable. El firme compromiso antiinflacionario de los bancos centrales y la mayor credibilidad de la que gozan han sido, sin duda, factores fundamentales para esa situación. También han contribuido las políticas dirigidas a elevar el potencial productivo de las economías, tanto en los países industrializados como en los emergentes.

Los cambios en la economía ...

Aunque en la actualidad a veces se den por sentadas las ventajas de este nuevo clima, no está de más hacer hincapié en ellas. En concreto, se han consolidado las bases de un crecimiento mundial más estable y a más largo

plazo. Este nuevo entorno ha permitido una mejor reasignación de recursos, distorsionada hasta ahora por una inflación alta y variable. Además, se ha ampliado considerablemente el margen de maniobra de los bancos centrales. Así, por ejemplo, el aumento de la credibilidad ha reducido el riesgo de presiones alcistas sobre los salarios, que pueden resultar muy costosas. Asimismo, no hay que frenar la expansión económica prematuramente con medidas de control de la inflación por parte de los bancos centrales.

Al mismo tiempo, como se ha mencionado en este capítulo, los bancos centrales han tenido que enfrentarse a numerosos retos tras la liberalización financiera. Uno de los más generalizados ha sido integrar dentro del marco de la política monetaria los ciclos alcistas y bajistas de los precios de los activos, que en ocasiones concurren con fluctuaciones similares del crédito, y que han tenido consecuencias especialmente nefastas en Japón y en otros países de Asia oriental. Un segundo reto relacionado con el anterior ha sido la incertidumbre sobre las posibles mejoras del lado de la oferta, y aquellas, no menos importantes, derivadas de la introducción de las nuevas tecnologías de la información, lo que ha afectado de manera muy diferente a los distintos países. En fechas más recientes, los bancos centrales han tenido que enfrentarse a una intensa e inesperada desaceleración de la actividad económica, atípicamente motivada por un ciclo expansivo de la inversión.

Con estas premisas, el resto del presente capítulo tratará de extraer conclusiones de la experiencia reciente para valorar cuáles pueden ser los nuevos retos a los que habrán de enfrentarse los bancos centrales en la aparentemente sólida situación actual, caracterizada por inflación reducida, credibilidad del compromiso antiinflacionario y mercados financieros liberalizados. En concreto, se explica cómo la dinámica de la economía podría haber cambiado, alterando incluso las propiedades de los indicadores de las presiones inflacionarias y deflacionarias e influyendo en la conducción de la política monetaria mediante fórmulas eventualmente inesperadas. Una cuestión clave es que, con expectativas mejor ancladas a los reducidos niveles de inflación actuales, los desajustes subyacentes entre la oferta y la demanda de una economía podrían tardar todavía más en repercutir en la tasa efectiva de inflación general. Por consiguiente, en la actualidad, puede ser más dudoso y en algunos aspectos más difícil decidir cuándo y en qué medida hay que endurecer la política monetaria durante la fase alcista del ciclo. Las mismas preguntas surgen al diseñar la relajación de la política monetaria. Por último, el límite inferior cero de los tipos de interés nominales podría engendrar otras dificultades para la política monetaria.

La identificación de las presiones inflacionarias y deflacionarias

Tras los cambios estructurales en el proceso de fijación de salarios y precios, los desajustes subyacentes entre la demanda y la oferta podrían tardar aún más en manifestarse en la tasa de inflación general. En primer lugar, el deseo explícito de los bancos centrales de controlar la inflación y el consiguiente aumento de su credibilidad antiinflacionaria parecen haber anclado mejor las expectativas sobre los objetivos explícitos o implícitos de inflación. Un segundo factor relacionado con el anterior es que parece haberse debilitado

... han planteado
obstáculos más
sutiles

Los desajustes
pueden tardar
más en hacerse
visibles ...

el proceso de transmisión de las fluctuaciones de los tipos de cambio a la inflación (véase el capítulo II). En tercer lugar, una inflación baja y estable reduce el incentivo que en el pasado tenían las empresas y los trabajadores para modificar los precios y los salarios y fomenta la firma de contratos a largo plazo. Por último, la globalización ha introducido una mayor presión competitiva y ha generado una reducción del poder de mercado de las empresas. Todos estos factores indican que la inflación es ahora más estable, situándose en niveles reducidos y que su vulnerabilidad ante un exceso de demanda puede disminuir a corto plazo.

La valoración de tales desajustes subyacentes puede ser, paradójicamente, más difícil durante fases de incremento de la productividad y ciclos expansivos de la inversión, ya que podrían crearse ciclos virtuosos, al menos durante algún tiempo. Los aumentos de productividad mantienen baja la inflación, lo que refuerza la credibilidad de la política monetaria y ancla las expectativas de inflación, contribuyendo a mantenerla reducida. A su vez, una evolución favorable de la inflación puede mantener moderados los tipos de interés y el coste del capital, estimulando así los beneficios y los precios de los activos, lo que puede propiciar un aumento de la inversión y del crédito, y aumentar aún más la productividad. Los componentes de esta interacción virtuosa han quedado claros durante la última fase expansiva en muchos países. La principal dificultad es distinguir entre los incrementos sostenibles de la productividad y aquellos asociados a niveles insostenibles de inversión con expectativas de beneficios poco realistas.

Expansiones económicas de este tipo pueden modificar ligeramente el equilibrio entre los riesgos a los que se enfrentan las autoridades monetarias. Por un lado, se puede crear de nuevo inflación como ha ocurrido en el pasado. Por otro, y con mayor probabilidad, la expansión podría invertirse con el debilitamiento de la demanda y la reducción de beneficios, hasta que sea necesario un endurecimiento sustancial de las políticas para contener la inflación. Teniendo en cuenta el bajo nivel de partida de la creciente inflación, y según la naturaleza y profundidad de los desequilibrios generados durante la expansión, la deflación podría convertirse en una posibilidad.

La moderada reacción de la inflación frente a las presiones de la demanda, junto con las posibles mejoras por el lado de la oferta, podrían empañar la información contenida en los indicadores utilizados normalmente para orientar la política económica. En estas circunstancias, la estimación de los indicadores tradicionales como la brecha del producto, estarían sujetos a una incertidumbre mayor de lo habitual. Asimismo, llevaría algún tiempo determinar con seguridad si los incrementos de productividad observados son de carácter cíclico o estructural, y si dichos incrementos reflejan un aumento aislado del nivel de productividad o, por el contrario, responden a una modificación de su tasa de crecimiento.

Estos problemas quedan perfectamente ilustrados en el debate actual sobre la naturaleza de los incrementos de productividad asociados a la introducción de las nuevas tecnologías de la información (TI) y su incidencia en cada país. Estados Unidos necesitó mucho tiempo hasta poder formarse una opinión sólida sobre la naturaleza y la continuidad de dichos

... especialmente durante los ciclos expansivos de la inversión ...

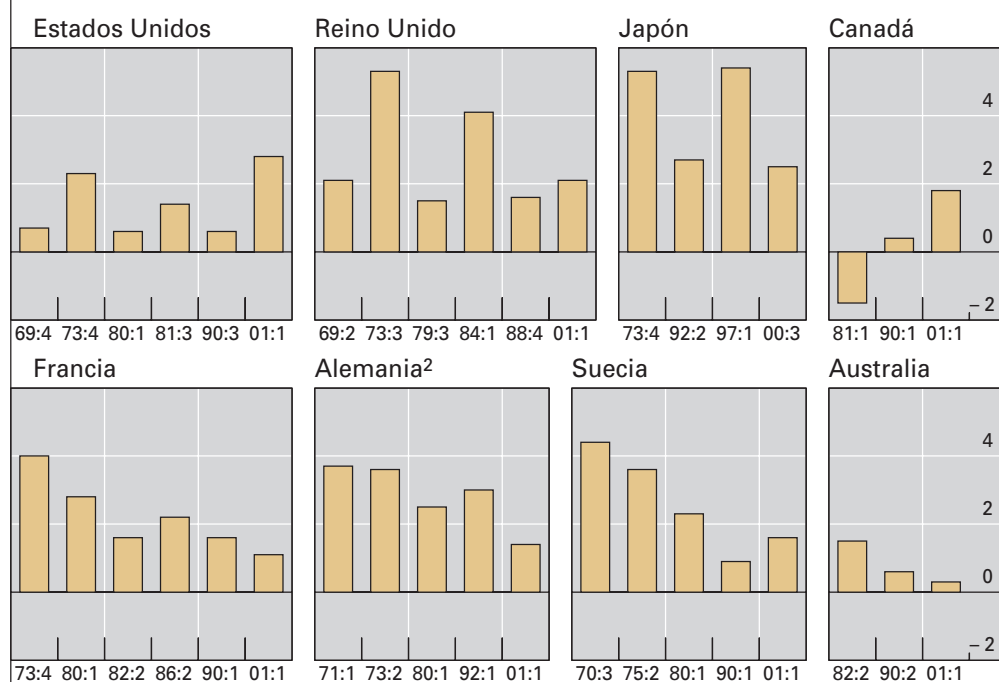
... cambiando el equilibrio de riesgos para las autoridades monetarias

La incertidumbre sobre los incrementos de la productividad ...

... empaña los cálculos de la brecha del producto ...

Crecimiento de productividad en la cima de los ciclos económicos

PIB por persona ocupada¹



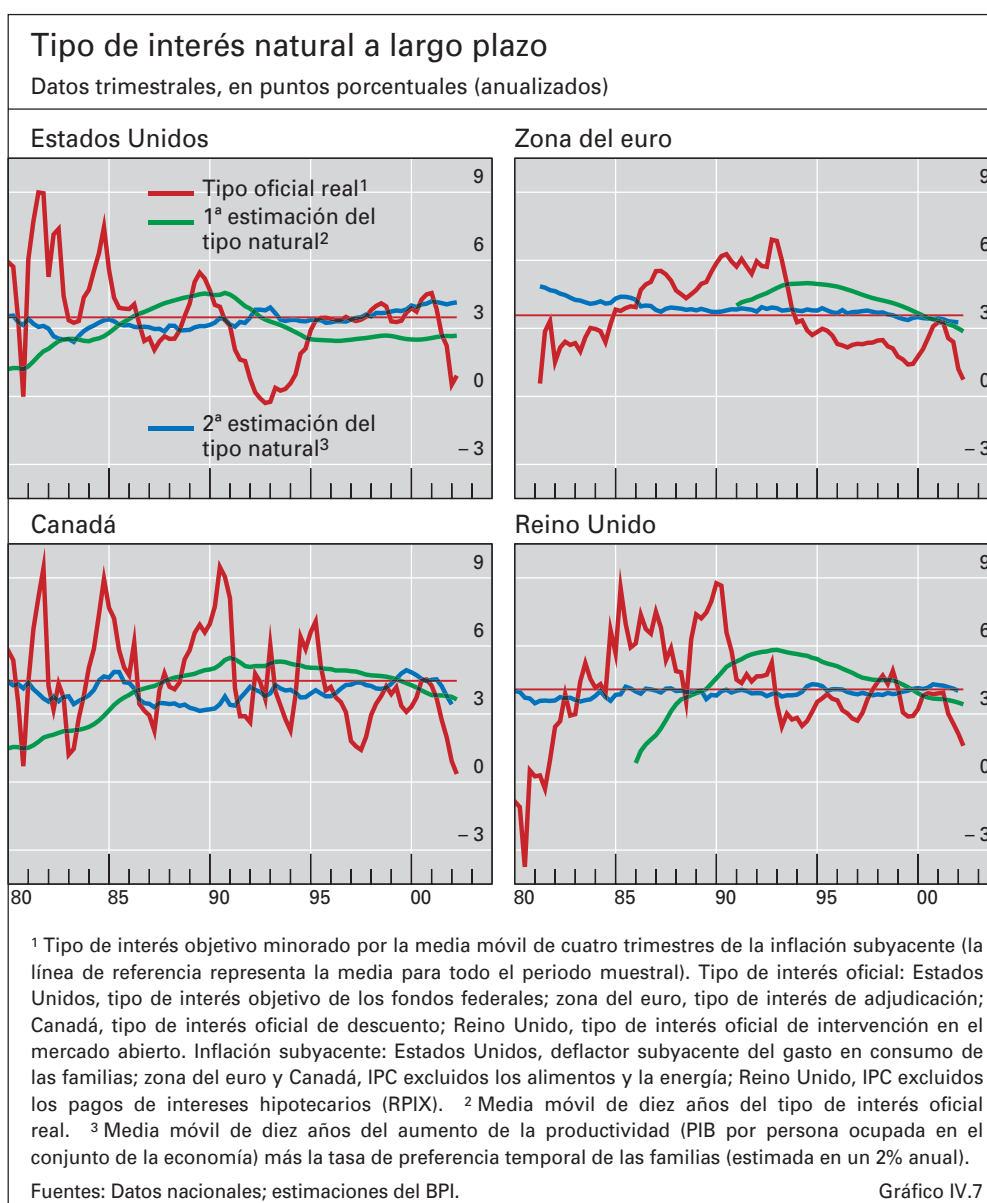
Nota: Con el fin de facilitar las comparaciones, se asume que el ciclo económico ha llegado a su cima durante el primer trimestre de 2001 en todos los países, excepto en Japón.

¹ Variación porcentual durante el año natural anterior a la cima de un ciclo (indicado en el gráfico en el eje de abscisas). Cuando la cima se alcanza en la primera mitad del año, se muestra la variación ocurrida durante el año anterior; cuando la cima se alcanza en la segunda mitad del año, se muestra la variación ocurrida durante ese mismo año. ² Alemania occidental, excepto en 2001:1.

Fuentes: US Bureau of Labor; NBER; Economic Cycle Research Institute; datos nacionales; estimaciones del BPI. Gráfico IV.6

incrementos. Prueba de ello fueron el acelerado crecimiento de la productividad en el punto álgido de la expansión y, sobre todo, su capacidad de recuperación durante la breve desaceleración económica (véase el gráfico IV.6). En otros países, han aparecido problemas de índole similar a la hora de evaluar la trayectoria de la economía. Sin embargo, y con escasas excepciones, las señales tangibles tan esperadas de un incremento extraordinario de la productividad han brillado por su ausencia, a pesar de la adopción en muchos países de las innovaciones en la TI. Esta evaluación de la trayectoria de la economía se vio dificultada (y lo sigue estando) por motivos metodológicos y estructurales específicos de cada país. En Europa, por ejemplo, las diferencias en las metodologías de medición estadística y en las políticas concebidas para fomentar el empleo podrían obstaculizar parcialmente un crecimiento subyacente de la productividad. Además, la experiencia de economías que han sufrido importantes recesiones tras prolongados ciclos expansivos impulsados por la inversión (como Japón y otros países en Asia oriental) indica que las valoraciones del crecimiento potencial a largo plazo pueden no ser consistentes. En estos países, las primeras estimaciones al alza realizadas durante las fases expansivas se ajustaron considerablemente a la baja tras las crisis.

Se observan dificultades similares en el caso de un indicador que está recibiendo cada vez más atención, a saber, el tipo de interés natural. Esta variable se define normalmente como el tipo de interés real a corto plazo adecuado para un crecimiento no inflacionario sostenible. Por lo tanto, si el tipo de interés real ex ante se encuentra por debajo del tipo natural, se dice que la política monetaria es expansiva, y viceversa. Como el tipo de interés natural puede fluctuar a lo largo del ciclo económico debido a diversas circunstancias inesperadas que pueden ser difíciles de identificar, sería más sencillo estimar su media (su valor a largo plazo), lo que proporcionaría una referencia para evaluar el tono de la política monetaria durante largos periodos. Una manera de obtener dicho valor medio consiste en utilizar datos de la economía real, ya que el tipo natural a largo plazo debería variar en función de los cambios en el crecimiento de la productividad a largo plazo. Por ejemplo, los cálculos basados en una media móvil del crecimiento de la productividad señalan que el tipo de interés natural a largo plazo aumentó ligeramente durante la década de los 90



¿Utilización de los indicadores de desequilibrios financieros?

en Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, mientras que se redujo en la zona del euro (véase el gráfico IV.7). Sin embargo, este método también está sujeto a las mismas incertidumbres que cualquier otra estimación del crecimiento tendencial de la productividad, por lo que se puede utilizar como alternativa la media de los tipos reales a corto plazo ex post. No obstante, este método podría ser poco fiable en el caso de existir desviaciones persistentes entre la inflación esperada y la efectiva en el periodo muestral.

Estos argumentos sugieren que podría ser útil conceder más importancia a otros posibles indicadores de los desajustes subyacentes entre la oferta y la demanda, como los cálculos de acumulación de desequilibrios financieros. En concreto, la experiencia de la última década demuestra que los aumentos extremadamente rápidos del crédito y de los precios de los activos pueden anunciar una expansión económica insostenible, ya que suelen ir acompañados de una menor percepción de los riesgos y de una acumulación excesiva de capital (véase el capítulo VII). La consiguiente distorsión en los balances y en las decisiones de inversión puede, a su vez, hacer a la economía más vulnerable frente a desaceleraciones de la actividad económica y provocar problemas financieros. Las importantes entradas de capital y las presiones alcistas sobre el tipo de cambio son a menudo síntomas simultáneos, como en el caso de los países de Asia oriental. Un rápido crecimiento de otros agregados cuantitativos, como los agregados monetarios amplios, también podría desempeñar un papel complementario.

Al mismo tiempo, hay que proceder con cautela a la hora de valorar los desequilibrios financieros en su conjunto (véase el capítulo VII). Una de las razones es que para decidir si el crecimiento del crédito y las subidas de los precios de los activos son “excesivos”, es necesario formarse una opinión sobre sus sendas de expansión sostenibles. Si bien la experiencia pasada puede ser muy útil, cualquier evaluación del grado de sostenimiento requiere, en última instancia, una valoración del crecimiento a largo plazo de la productividad. Una segunda razón radica en que los juicios de valor sobre los desequilibrios financieros precisan un análisis minucioso de un amplio abanico de factores, que incluyen la mirada de precios de los activos (acciones, propiedad inmobiliaria residencial y comercial), la composición sectorial del crédito y, por último, la solidez de las instituciones financieras. Una última razón es que existen factores no relacionados con un exceso de demanda subyacente que podrían afectar a la evolución de algunos elementos. Por ejemplo, si bien el gran aumento de la brecha de los agregados monetarios reales observado durante el pasado año en la zona del euro (véase el gráfico IV.2) podría, en principio, ser un indicio de una intensificación significativa y acumulativa de desequilibrios monetarios, dicho aumento podría atribuirse, en buena medida, a factores como una reasignación de las carteras en favor de activos líquidos tras los atentados en Estados Unidos.

¿Cuándo se debe endurecer la política monetaria?

La falta de pruebas concretas sobre presiones inflacionarias plantea el problema de hasta qué punto la política monetaria puede ser lo

suficientemente preventiva durante un periodo de crecimiento rápido. No obstante, este problema no tendría tanta importancia si en el nuevo entorno macroeconómico, la estabilidad de la inflación ampliase el margen de maniobra de la política monetaria y disminuyera los rezagos en el mecanismo de transmisión. Consideremos cada uno de estos aspectos por separado.

Entre las cuestiones figuran ...

Las mejoras por el lado de la oferta pueden plantear dilemas sutiles de política monetaria. Si aumenta de forma permanente la tasa de crecimiento de la productividad, el tipo de interés natural a largo plazo sube (véase el gráfico IV.7). Si el resto de factores permaneciera igual, esta subida del tipo natural implicaría que los bancos centrales tendrían que acabar elevando los tipos de interés nominales, y de no ser así, podrían estar generando un crecimiento insostenible. No obstante, si el aumento del producto potencial conlleva, en su etapa inicial, una considerable presión bajista sobre los precios, podría ser conveniente reducir a corto plazo los tipos de interés. En tal situación, sería difícil precisar el momento y la magnitud adecuados para modificar con el tiempo el tipo de interés, especialmente cuando no está claro si el cambio en el crecimiento de la productividad será permanente o transitorio.

... responder adecuadamente a las mejoras por el lado de la oferta ...

Incluso si los bancos centrales fueran capaces de identificar adecuadamente una intensificación del exceso de demanda, en ausencia de un aumento de la tasa de inflación principal, podría resultarles difícil endurecer la política monetaria a causa de consideraciones de naturaleza político-económica. A pesar del mayor grado de independencia del que ahora gozan muchos bancos centrales, les puede resultar difícil elevar los tipos de interés si se estima que ya se ha logrado alcanzar el objetivo anunciado de la política monetaria, a saber, una inflación reducida y estable.

... hacer frente a las presiones políticas ...

Como ya ha ocurrido en el pasado, la decisión de endurecer la política monetaria puede complicarse cuando existen grandes discrepancias entre la evolución de los distintos sectores de la economía, y cuando varía la sensibilidad de los distintos sectores ante los cambios en la política monetaria. En estas condiciones, una sola línea de actuación de la política monetaria sería incapaz de satisfacer las necesidades de cada sector. Un ejemplo reciente es el crecimiento relativamente rápido del sector de alta tecnología. Este sector ha sido mucho más sensible a las fluctuaciones de los precios de las acciones que a los tipos de interés a largo plazo, ya que su estructura financiera presentaba un gran sesgo en favor de los fondos propios. Por su parte, es lógico que los sectores de crecimiento lento presionen a las autoridades para que no endurezcan la política monetaria, como ha ocurrido durante los últimos años en el Reino Unido.

... y equilibrar las discrepancias sectoriales

La experiencia de Japón a finales de la década de los 80 ilustra la naturaleza de los dilemas que conlleva el endurecimiento de la política monetaria. El Banco de Japón se encontró en una encrucijada en la que un sólido crecimiento de la productividad, junto con fuertes aumentos de los precios de los activos y una inflación reducida hacían objetivamente muy difícil un endurecimiento de su política monetaria, a pesar de que los desequilibrios se iban acumulando. De hecho, el Banco se vio sometido a una gran presión, incluso por parte de la comunidad internacional, para

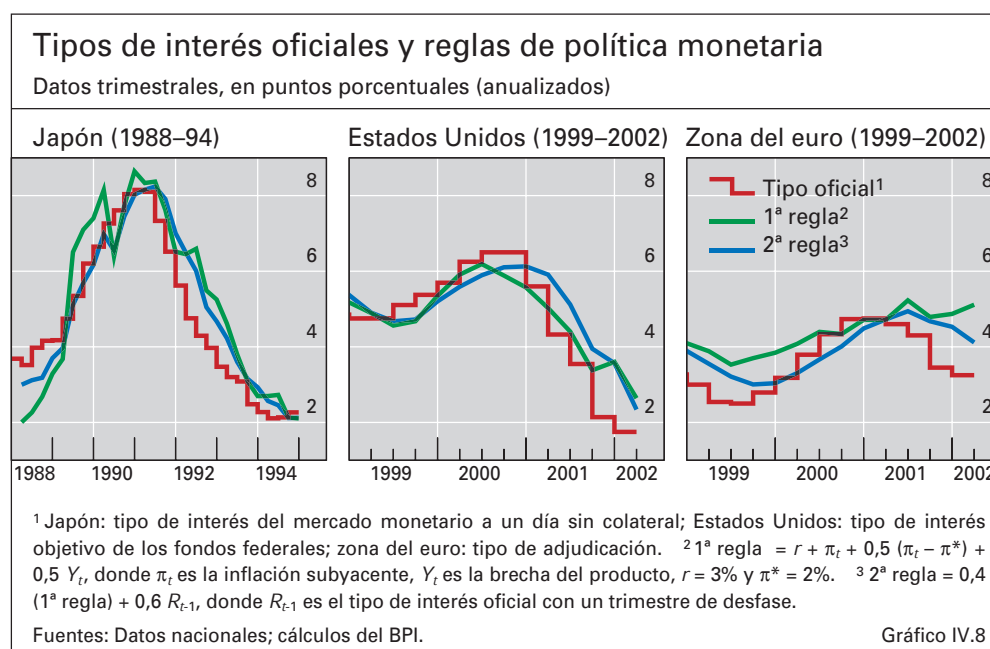
El Banco de Japón y la Reserva Federal se enfrentaron a situaciones similares ...

mantener reducidos sus tipos de interés. Aunque con algunas diferencias importantes, la Reserva Federal se enfrentó a una situación similar durante el último ciclo, cuando las autoridades creyeron que las perspectivas de crecimiento a largo plazo se habían tornado más favorables y que la situación del sistema financiero era sólida. Por lo tanto, en un primer momento no endurecieron la política monetaria, pero elevaron después los tipos de interés en mayor medida cuando se consideró que el ritmo de crecimiento de la economía era insostenible. No obstante, la evidente necesidad de endurecimiento se vio atenuada por la relativa estabilidad de la tasa de inflación observada.

... que dieron lugar a medidas similares ...

Con la perspectiva que proporciona el paso del tiempo, se ha afirmado que en el caso de Japón, la aplicación más temprana de una política monetaria más estricta, habría reducido la acumulación de capitales improductivos y la vulnerabilidad de los bancos, y podría haber suavizado la posterior desaceleración. Sin embargo, la identificación y aplicación de la política adecuada en el momento es una tarea mucho más difícil. De hecho, las conocidas reglas de política monetaria basadas en la evolución de las brechas del producto y de la inflación, que se suelen utilizar para describir las políticas que siguen los bancos centrales, indican que en el caso de Japón las medidas adoptadas estaban en sintonía con las experiencias anteriores (véase el gráfico IV.8). La medición del incremento de los desequilibrios financieros y las distorsiones que conllevan en la toma de decisiones de inversión podrían haber ayudado a formular la política. Sin embargo, la experiencia mucho más positiva hasta el momento en Estados Unidos destaca la complejidad de las decisiones necesarias para evaluar y combatir los desequilibrios financieros (véase el gráfico). En este país, a pesar de la articulación de políticas relativamente similares y de la semejanza de las condiciones generales, la recesión posterior ha sido mucho más moderada. La ausencia de desajustes en los precios de las propiedades inmobiliarias

... pero con resultados diferentes



comerciales, la dispersión de riesgos a través de los mercados de capital y un sistema bancario más fuerte han contribuido a fortalecer la capacidad de recuperación de Estados Unidos frente a la brusca desaceleración económica (véase el capítulo VII).

Las dificultades señaladas a la hora de poner en práctica una política monetaria suficientemente preventiva en el nuevo entorno macroeconómico tendrían menor importancia si —como parece plausible— la necesidad de prevención monetaria también fuera menor. En primer lugar, al estar las expectativas de inflación mejor ancladas, los bancos centrales disponen de más tiempo para evaluar la situación económica antes de actuar, sin correr el riesgo de que la inflación experimente una subida significativa. Por supuesto, este mayor margen de maniobra existe siempre que los desequilibrios no se acumulen y requieran posteriormente medidas correctoras más costosas. En segundo lugar, y como se afirma a menudo sobre la base de la experiencia de Estados Unidos, el intervalo de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada puede haberse acortado gracias a los avances tecnológicos y a los cambios experimentados en los mercados financieros. La adopción de sistemas de gestión de existencias “just-in-time” (es decir, a medida que van llegando los pedidos) es un ejemplo de decisiones de inversión ante cambios en las condiciones económicas. Además, una mayor participación de las familias en los mercados bursátiles podría haber potenciado el efecto-riqueza sobre el consumo (véase el capítulo II).

La política preventiva puede tener ahora una menor importancia

¿Cuándo se debe relajar la política monetaria?

Las mismas reflexiones que suscita el endurecimiento de la política monetaria se aplican a la relajación de la misma. Además, la suavización monetaria afronta otras dificultades motivadas por ciertas asimetrías que podrían afectar a la dinámica de la economía.

En primer lugar, la naturaleza de la última fase expansiva puede limitar la eficacia de la relajación de la política monetaria, según la profundidad y la influencia de los desequilibrios generados durante la expansión. Como ilustra la experiencia desde principios de los años 90, los excesos de acumulación de capital y posiblemente las tensiones financieras pueden obstaculizar la tarea. En estos casos, la eficacia de una política más expansiva queda circunscrita en buena medida a los componentes de la demanda cuyos desequilibrios no revisten mucha gravedad. Por ejemplo, mientras que los recortes de tipos de interés no influyeron demasiado a la hora de contrarrestar las drásticas reducciones del gasto de inversión durante la desaceleración económica del pasado año, el crecimiento del consumo permaneció fuerte, al aprovechar las familias esta financiación más barata (véase más arriba y también el capítulo II).

“Empujar una cuerda”

Una segunda dificultad es la restricción que supone el límite inferior cero (LIC) de los tipos de interés nominales. Se plantean dos cuestiones en este contexto. La primera tiene que ver con el modo de articulación de la política monetaria cuando los tipos de interés se aproximan al LIC, que fue muy pertinente el pasado año cuando los tipos de interés a corto plazo se acercaron a mínimos históricos, como en el caso de Estados Unidos. La

Restricciones impuestas por el límite inferior cero

segunda cuestión se refiere a las políticas que podrían adoptarse una vez alcanzado el LIC, como en el caso de Japón.

Existen dos puntos de vista:

... guardar una bala en la recámara ...

... o quemar las naves

Existen, como mínimo, dos líneas de actuación opuestas a la hora de relajar la política monetaria cuando la aproximación de los tipos de interés al LIC puede ser un motivo de preocupación. Una de ellas aboga por reducir lentamente los tipos de interés (es decir, suavizar las modificaciones de los tipos de interés). Este enfoque más cauto consiste en “guardar una bala en la recámara” en el caso de que la demanda no responda inicialmente. La línea de actuación alternativa consiste en reducir considerablemente los tipos de interés para tratar de estimular rápidamente la demanda. Este tipo de política reacciona con fuerza frente a los acontecimientos actuales y los previstos, sin intentar suavizar demasiado las modificaciones de los tipos de interés. El objetivo es evitar un largo periodo de debilidad económica para reducir así las posibilidades de que el LIC acabe por convertirse en una restricción inevitable.

Aunque una conducta gradual puede ser deseable en una estrategia general de política monetaria, una política más impetuosa puede resultar más conveniente a medida que aumenta el riesgo de alcanzar el LIC. La conducta inercial puede ser efectiva en circunstancias normales, en la medida en que, haciendo que las modificaciones de los tipos de interés sean más persistentes, el público tiende a esperar que cualquier modificación de los tipos de interés se mantenga más tiempo. Esto puede tener mayor influencia sobre los rendimientos a largo plazo, que parecen pesar más en las decisiones de inversión en muchos países, sobre todo en Europa, y puede fomentar al mismo tiempo la estabilidad financiera al reducir la variabilidad de los tipos a corto plazo. Sin embargo, cuando los tipos de interés oficiales se están aproximando al LIC, una respuesta más contundente, pero controlada, frente a las condiciones económicas existentes puede tener un mayor efecto inmediato en la demanda, no sólo por influir en la confianza, sino también por mejorar los balances de las empresas. Por la misma razón, podría posiblemente limitar en primer lugar el riesgo de alcanzar el LIC.

Cuando se analiza la política monetaria desde esta perspectiva, se estima que los bancos centrales muestran distintas preferencias. En concreto, el Banco de Japón ha sido criticado en ocasiones por haber seguido una estrategia de relajación monetaria demasiado cauta tras la fuerte caída de los activos a comienzos de la década de los 90. Por el contrario, se considera que la Reserva Federal ha sido en general mucho más contundente al recortar los tipos de interés, tanto recientemente como en el otoño de 1998 durante la crisis de los mercados financieros internacionales. En general, se considera que el BCE ocupa una posición intermedia.

Comparación de distintas respuestas de los bancos centrales

Aunque sin duda existen algunas diferencias de estrategia, un análisis más formal, según las reglas de referencia de política monetaria, indica que se puede estar exagerando tales diferencias (véase el gráfico IV.8). Una vez consideradas las evoluciones de la producción y de la inflación, los contrastes entre las medidas adoptadas por los tres bancos centrales no son tan obvios en los momentos inmediatamente posteriores a las desaceleraciones comentadas. Al mismo tiempo, las diferentes

situaciones de partida pueden dificultar la comparación, y no cabe duda de que la necesidad de restablecer la confianza tras los sucesos del 11 de septiembre de 2001 condicionó los acontecimientos más recientes.

El caso de Japón, donde el banco central ha luchado sin éxito para estimular la economía, subraya la importancia de evitar el LIC. Con unos tipos de interés a corto plazo prácticamente situados en el nivel cero, las opciones de política monetaria se han reducido enormemente. El Banco ha intentado inyectar mayor liquidez en la economía mediante la expansión cuantitativa de las reservas bancarias. Sin embargo, como se ha señalado más arriba, esta política sólo ha tenido por el momento un éxito parcial a la hora de estimular la demanda. Una segunda opción utilizada recientemente por el Banco, consiste en aumentar las compras directas de bonos del Estado japonés, lo que sin embargo no es demasiado eficaz cuando los tipos de interés a largo plazo son ya bastante reducidos. El banco central también podría comprar otros activos internos, como deuda emitida por empresas, acciones o propiedades inmobiliarias, para intentar revitalizar los deprimidos mercados de activos, pero la tenencia de tales activos implicaría directamente al banco central en la intermediación del riesgo de crédito, lo expondría a minusvalías y, en última instancia, pondría en entredicho la independencia del banco central.

Otra opción que ha suscitado gran interés por parte de la opinión pública consiste en lograr una depreciación del tipo de cambio con el fin de estimular la actividad económica. El banco central o el gobierno podría “hablar de depreciar” el tipo de cambio, intervenir enérgicamente en el mercado de divisas o incluso fijar el tipo de cambio a un nivel más bajo. Sin embargo, esta alternativa tampoco está exenta de inconvenientes. Mientras que la reciente depreciación del yen ha tenido algunos efectos positivos (entre ellos, y no menos importante, el aumento de los beneficios en el sector de las exportaciones), los beneficios para el conjunto de la economía, en términos de producto y precios, se han visto afectados por tratarse de una economía relativamente cerrada. Además, aunque la depreciación fuera eficaz en una fase inicial, podría durar poco si otros países respondieran del mismo modo.

Todos estos argumentos apuntan a que cuando se ha alcanzado el LIC, la efectividad de la política monetaria se ve muy afectada. La aplicación de políticas de apoyo, tanto macroeconómicas como microeconómicas, se convierte en condición previa para su efectividad. Concretamente en el caso de Japón como defiende su banco central las reformas estructurales son esenciales, sobre todo la reestructuración financiera y empresarial.

También surgen problemas cuando los tipos de interés se han situado durante un largo periodo al nivel cero (o en términos más generales, a un nivel excepcionalmente bajo) y es necesario elevarlos a niveles más normales, ya que un aumento inesperado de los mismos podría afectar negativamente al sistema financiero. Así ocurriría si durante el periodo de configuración anómala de los tipos de interés, los agentes de los mercados financieros hubieran adoptado posiciones muy apalancadas confiando en que las condiciones se mantuvieran. Por ejemplo, el significativo repunte de los tipos de interés a largo plazo que se produjo en Estados Unidos en 1994, se

Políticas
monetarias
alternativas ...

... como la
depreciación de la
moneda

atribuye en ocasiones a este tipo de situación. En tales situaciones, sería muy útil que los bancos centrales prepararan a los mercados antes de poner en marcha la primera subida de los tipos de interés (véase más arriba).

Resumen

A modo de conclusión, se puede afirmar que el control de la inflación ha sido un gran logro que ha sentado las bases para que la economía mundial pueda obtener mejores resultados a largo plazo y ha proporcionado a las autoridades monetarias mayor margen de maniobra. Al mismo tiempo, en la economía de hoy en día, la política monetaria ha de seguir enfrentándose a nuevos retos, que podrían estar menos claros que en periodos anteriores de lucha contra una inflación elevada e inestable. Es necesario que los bancos centrales permanezcan tan alerta como siempre.

Un importante riesgo derivado del nuevo entorno macroeconómico es que la introducción de medidas preventivas podría ser ahora algo más difícil, a causa de la dinámica cambiante de la economía y de consideraciones de tipo político. En concreto, resulta una paradoja que, con unas expectativas bien ancladas alrededor de una inflación baja y apuntaladas por la credibilidad de los bancos centrales, los desajustes subyacentes entre la demanda y la oferta puedan tardar más en manifestarse en la inflación general. En estas condiciones, existen motivos para creer que a la hora de instrumentar la política monetaria, podría ser útil asignar una ponderación algo mayor a los cálculos de desequilibrios financieros, especialmente al incremento excepcionalmente rápido del crédito y del precio de los activos, que señalan dichos desajustes. Sin embargo, hay que seguir profundizando en el análisis para comprender la dinámica de la economía en el nuevo entorno y para extraer conclusiones sólidas de política monetaria.

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

En 2001 y a comienzos de 2002 los mercados de divisas se caracterizaron por la persistente fortaleza del dólar de Estados Unidos y por la debilidad del yen. El euro tendió a operar dentro de una banda relativamente estrecha en relación con el dólar, y su tipo de cambio efectivo nominal se mantuvo aproximadamente estable. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, el dólar perdió mucho terreno frente al euro y al yen.

Al igual que en años anteriores, las perspectivas de resultados económicos relativos en las principales áreas económicas, que sustentaron los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED), parecieron ser el motor principal que impulsó las amplias fluctuaciones cambiarias generalizadas entre las principales monedas. Si bien las decisiones de política monetaria y los diferenciales entre tipos de interés también ejercieron cierta influencia sobre los tipos de cambio, dicho efecto se limitó principalmente a las expectativas de crecimiento. Esto contrasta visiblemente con la década de los 80 y con la mayor parte de los 90, cuando el dólar tendió a apreciarse al aumentar los diferenciales de tipo de interés en favor de Estados Unidos. El yen se debilitó a medida que el sector financiero japonés parecía volverse más vulnerable y las autoridades monetarias tuvieron dificultades para impulsar la demanda interna con sus tipos oficiales ya a cero.

En otros mercados de divisas, se mantuvo la fortaleza de la libra esterlina y del franco suizo, lo cual fue motivo de preocupación para los responsables de la política monetaria, como subraya la decisión del Banco Nacional Suizo de reducir su tipo de interés oficial en mayo de este año. La corona sueca se fue debilitando considerablemente hasta octubre de 2001, para recuperarse después tanto frente al euro como frente al dólar. El dólar canadiense cayó hasta alcanzar mínimos históricos aunque consiguió repuntar parcialmente, mientras que el dólar australiano y el dólar neozelandés se recuperaron respaldados por un sólido crecimiento interno.

En los países con economías de mercado emergentes, varias monedas se depreciaron aún más en relación con el dólar de Estados Unidos en un contexto de disminución de la demanda mundial. No obstante, la mayoría de los mercados de divisas se mantuvieron estables en líneas generales. Aunque durante el transcurso de 2001 el real brasileño y el rand sudafricano se vieron afectados por el pronunciado empeoramiento de la situación en Argentina, cuando estalló la crisis en diciembre, las repercusiones fueron limitadas. Esto reflejó, en parte, el hecho de que varias economías de mercado emergentes hubieran flexibilizado sus tipos de cambio en los últimos años, incluyendo en varios casos la adopción de objetivos de inflación como núcleo de sus políticas monetarias. Aunque se haya reducido o eliminado el papel del tipo de cambio

como objetivo oficial explícito, las consideraciones cambiarias siguen siendo fundamentales en la formulación de la política monetaria.

El dólar, el yen y el euro

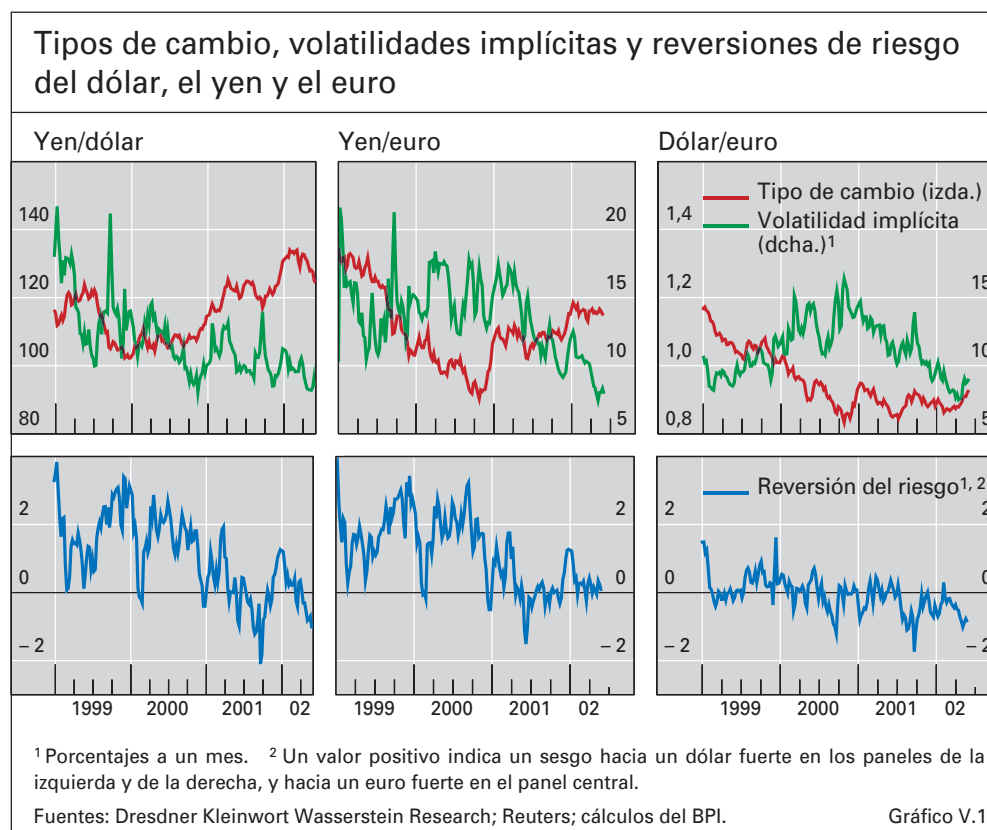
Acontecimientos clave

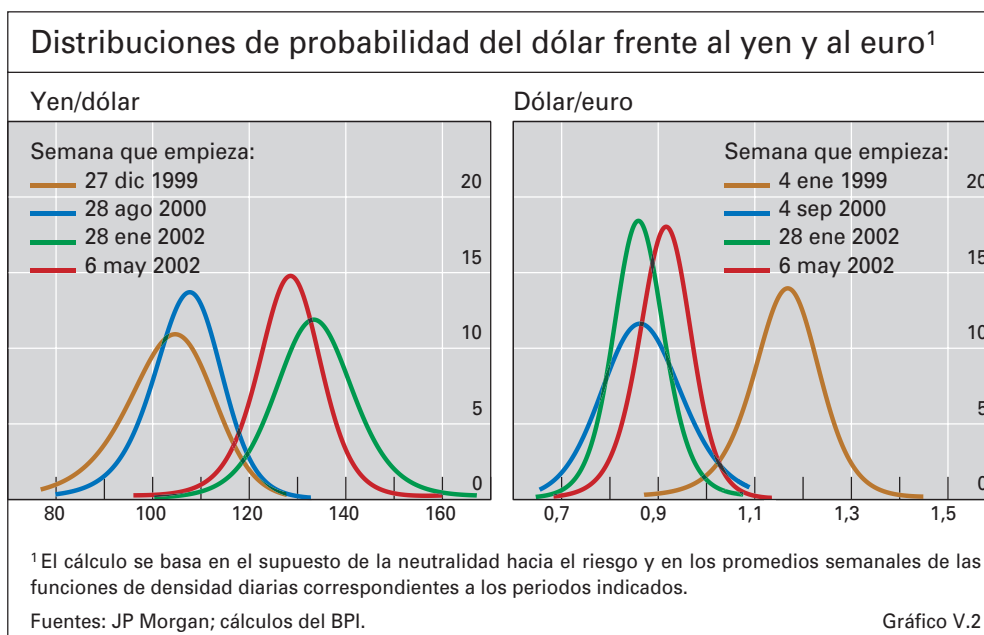
Fortaleza del dólar ...

La continua fortaleza del dólar fue un aspecto destacado de los mercados de divisas durante la mayoría del período examinado. Entre enero de 2001 y marzo de 2002, el dólar registró una apreciación de un 8% en términos efectivos nominales, alcanzando su nivel más alto desde el otoño de 1985. Los acontecimientos del 11 de septiembre ejercieron una presión bajista meramente transitoria sobre la divisa. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, hubo indicios de que la fortaleza del dólar se diluía.

... debilidad del yen ...

En contraste con años anteriores, la debilidad del yen fue otra de las principales cuestiones en los mercados de divisas. En términos de su tipo de cambio efectivo nominal, el yen perdió alrededor de un 8% de su valor entre enero de 2001 y marzo de 2002. Si bien se había fortalecido en 1999 y había fluctuado en torno a la banda de 105–110 yenes por dólar durante la mayor parte de 2000, el yen registró una notoria depreciación en 2001 y a comienzos de 2002, alcanzando niveles de casi 135 yenes (véase el gráfico V.1). El yen también se depreció frente al euro, pasando de 108 a 118 yenes. La información que se desprende de las opciones yen/dólar a un mes indica una fractura destacable en el patrón de las expectativas del mercado acerca del yen entre 2000 y 2001. Durante el transcurso de 2000, las expectativas de los





operadores sobre los niveles yen/dólar a un mes fueron estables en líneas generales (véase el gráfico V.2). Lo mismo podía afirmarse de sus evaluaciones del equilibrio de riesgos entre un yen mucho más fuerte y un yen mucho más débil. Hacia el mes de marzo de 2002, la media prevista para la relación cambiaria yen/dólar había aumentado considerablemente y la opinión de los participantes en el mercado sobre el equilibrio de riesgos se había modificado, considerándose el yen mucho más débil. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, el yen se recuperó un poco. Además, los precios de las opciones indicaban que la tendencia hacia un yen más débil era menos marcada.

El comportamiento del euro también cambió considerablemente en 2001. En términos efectivos nominales, el euro ganó aproximadamente un 6%. Durante la mayor parte de sus dos primeros años de existencia, el euro se había depreciado constantemente tanto frente al dólar como al yen, así como en términos efectivos nominales. Por el contrario, en 2001 y a comienzos de 2002, el euro se mantuvo bastante estable frente al dólar, (negociándose en una banda de entre 0,93 y 0,86 euros por dólar), y obtuvo una apreciación de aproximadamente un 5% frente al yen. La información basada en los precios de las opciones revela que las expectativas de los participantes en el mercado sobre la relación cambiaria dólar/euro a corto plazo se han mantenido relativamente estables desde 2000 y que, además, se ha reducido su varianza.

... y estabilidad del euro

Perspectivas a corto y largo plazo

Desde una perspectiva a corto plazo, al reanudarse el crecimiento estadounidense a partir del cuarto trimestre de 2001, la fortaleza del dólar favoreció la redistribución de la demanda agregada en las economías que crecían más lentamente. Por ejemplo, el debilitamiento del yen reforzó la demanda externa de productos japoneses, impulsó los beneficios empresariales e hizo aumentar el valor en yenes de los activos externos. Sin embargo, teniendo en cuenta la reducida magnitud de la depreciación y la

Efectos deseables a corto plazo de un dólar fuerte

limitada participación del comercio en la economía japonesa, cabe esperar un escaso efecto sobre la demanda. Si bien las monedas de los mercados emergentes no siguieron en general las fluctuaciones del dólar frente al yen o al euro tan de cerca como en el pasado, la fortaleza de la moneda estadounidense siguió preocupando en muchos países.

Estados Unidos salió de la reciente desaceleración con un déficit por cuenta corriente de aproximadamente un 4% del PIB. El consiguiente incremento adicional de las obligaciones externas de Estados Unidos ha vuelto a plantear la cuestión del sostenimiento a largo plazo de los niveles

Algunas preocupaciones desde una perspectiva a largo plazo

Reservas de divisas oficiales					
	1998	1999	2000	2001	Cantidades a finales del 2001
en miles de millones de dólares de EEUU					
Variaciones a tipos de cambio vigentes					
Total	27,0	140,0	149,5	100,4	2.021,5
Países industrializados	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
Estados Unidos	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Zona del euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japón	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
China	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Filipinas	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Hong Kong RAE	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
India	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malasia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Tailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Taiwán, China	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
América Latina ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
México	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europa central y oriental ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Otros países	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variaciones a tipos de cambio constantes ³					
Total	23,2	180,9	185,9	131,8	2.021,5
Reservas en dólares	51,3	146,4	111,7	79,1	1.517,1
Reservas en otras monedas	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

¹ Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. ² Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.
³ Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro V.1

cambiaros actuales. Este problema adquirió mayor relevancia el año pasado por dos motivos. En primer lugar, los pagos netos por la posición inversora internacional de Estados Unidos, aun siendo sumamente reducidos en comparación con el producto interno, han ido aumentando continuamente en relación con las exportaciones estadounidenses, pasando de un 0,5% en 1998 a casi un 2% en 2001 (véase el capítulo II). En segundo lugar, aunque la financiación exterior fue más que suficiente para cubrir el déficit de la cuenta corriente estadounidense, su composición ha cambiado de tal forma que podría haber hecho al dólar más vulnerable a los cambios repentinos en la opinión de los inversionistas. Entre 2000 y 2001, el porcentaje de los flujos de inversión de cartera aumentó y se redujo drásticamente el de IED, debido principalmente a la actividad transatlántica de fusiones y adquisiciones. La parte del déficit estadounidense financiada con reservas oficiales en dólares (cada vez más invertidas en empresas patrocinadas por el Estado) se mantuvo constante en términos generales (véase el cuadro V.1).

En cualquier caso, es difícil evaluar la relación entre los niveles cambiarios actuales y los valores de equilibrio a largo plazo. Un método para estimar estos valores consiste en analizar las diferencias de precios de bienes y servicios entre países, según mediciones basadas en estimaciones de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Un segundo método permite evaluar los tipos de cambio de equilibrio fundamentales a largo plazo, que son compatibles con los equilibrios interno (ahorro/inversión) y externo (cuenta corriente). Si bien las estimaciones tanto de la PPA como de los tipos de cambio de equilibrio fundamentales a largo plazo indican que, en los niveles actuales, el dólar está por encima de los valores de equilibrio a largo plazo y el euro por debajo, la magnitud de estas desviaciones varía considerablemente entre los diversos estudios empíricos y oscila entre un 5% y un 40%.

Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio

Al igual que en años anteriores, las fluctuaciones generalizadas de las principales monedas podrían explicarse por las perspectivas a medio plazo de las principales áreas económicas. La continua fortaleza del dólar muestra que los participantes en el mercado consideraban que las perspectivas comparativas de crecimiento de la economía estadounidense a medio plazo eran inmunes a la desaceleración económica de los tres primeros trimestres de 2001. Sin embargo, hubo dos hechos dignos de mención que marcaron esta relación frente a años anteriores.

El papel de las perspectivas de crecimiento a medio plazo

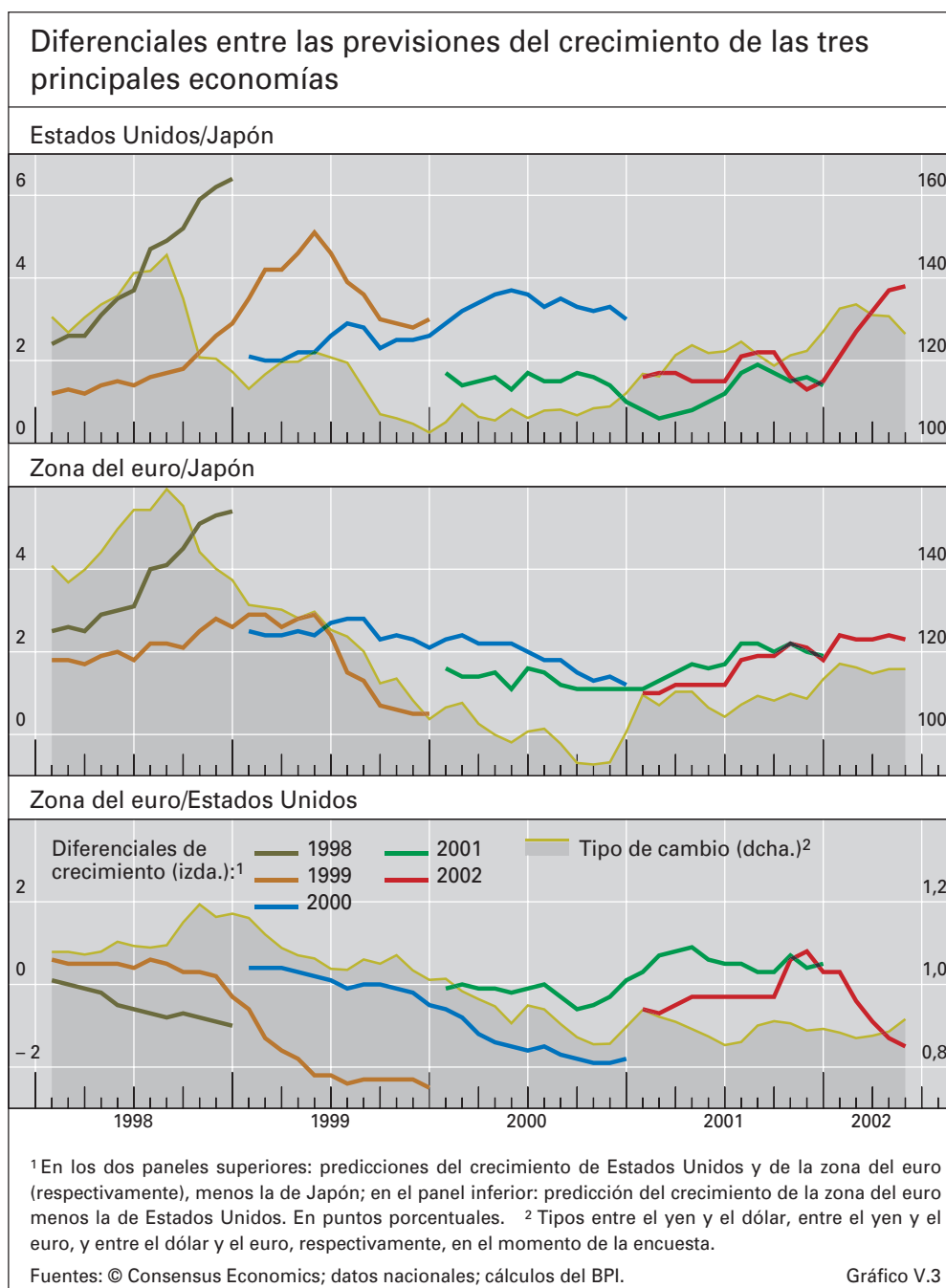
En primer lugar, si bien las condiciones económicas de Japón siguieron la misma tendencia, el comportamiento del yen fue diferente. Entre finales de 1998 y diciembre de 2000, el yen se había apreciado o se había mantenido estable frente al dólar, a pesar del empeoramiento de la situación cíclica en Japón. Por el contrario, a partir de entonces la debilidad del yen reflejó las continuas perspectivas económicas negativas. Es posible que la depreciación del yen esté relacionada con la política de drástica relajación de las condiciones monetarias adoptada por el Banco de Japón durante 2001 (véase el capítulo IV). Esta circunstancia coincidió también con las crecientes inquietudes acerca de la situación del sistema financiero japonés

El yen respondió de nuevo a factores cíclicos

y la aparente decepción de los participantes en el mercado ante la lentitud con la que avanzaban las reformas estructurales (véase el capítulo VI). La percepción de los mercados sobre el cambio de actitud de las autoridades japonesas con respecto al valor del yen podría haber tenido una influencia transitoria sobre la moneda, especialmente a finales de 2001.

En segundo lugar, se mantuvo la relación entre las perspectivas de crecimiento a medio plazo y las variaciones generalizadas del tipo de cambio entre el dólar y el euro, aunque cambió la situación económica subyacente. A diferencia de 1999 y 2000, cuando se preveía que el crecimiento a medio plazo en Estados Unidos superaría al de la zona del euro, en 2001 los participantes en el mercado consideraron que las dos áreas económicas evolucionaban de forma más similar. Siguiendo esta

La estabilidad del euro reflejó mayor similitud



percepción, el tipo de cambio entre el dólar y el euro fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha.

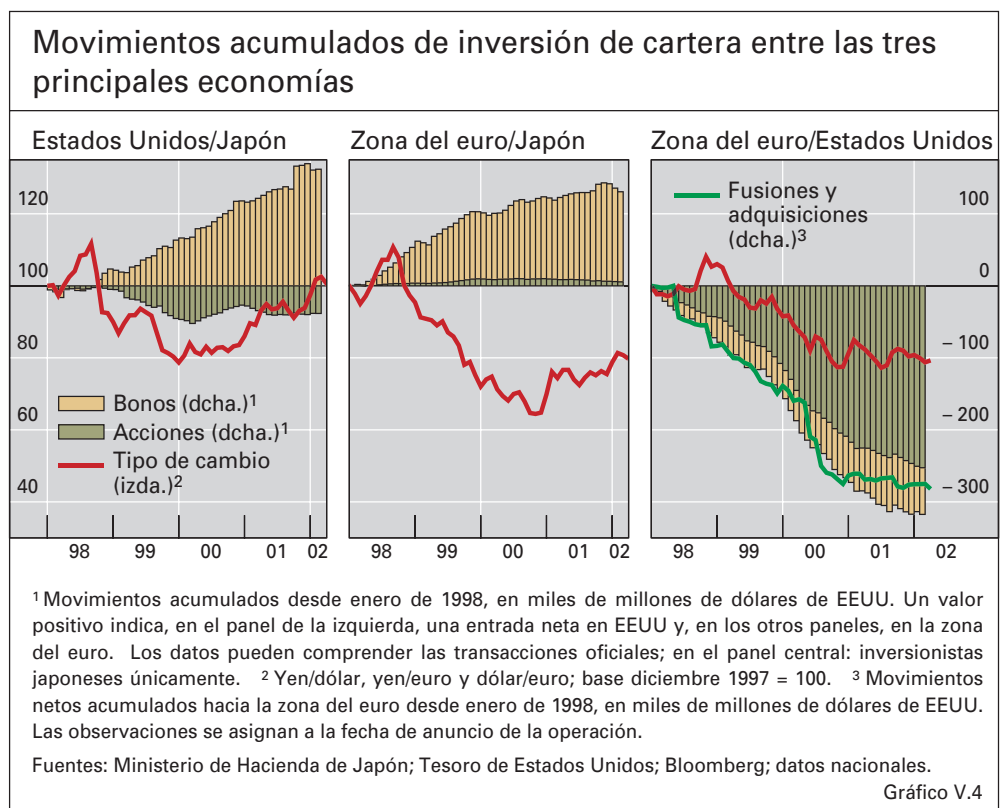
La relación entre las fluctuaciones cambiarias y las perspectivas de crecimiento a medio plazo queda reflejada también en el comportamiento de los pronósticos de crecimiento de uno a dos años, de los flujos de inversión de cartera y de IED y de los diferenciales de los tipos de interés.

La depreciación del yen, tanto frente al dólar como al euro, durante la mayor parte de 2001 refleja las revisiones realizadas por los agentes del mercado sobre las previsiones de los diferenciales de crecimiento de uno a dos años, que favorecieron claramente a Estados Unidos y a la zona del euro (véase el gráfico V.3). La relativa estabilidad del tipo de cambio entre el dólar y el euro parece sustentarse en un estrechamiento de los diferenciales de crecimiento previstos para el plazo mencionado entre las dos zonas monetarias.

Las perspectivas de crecimiento a medio plazo también se reflejaron en la dinámica de las inversiones de cartera y en los flujos de IED. Estos últimos tuvieron su principal origen en la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas, que también siguieron las tendencias cambiarias generales. En 2001, los flujos de inversión de cartera, particularmente en bonos, volvieron a favorecer más a Estados Unidos y a la zona del euro que a Japón (véase el gráfico V.4). Al mismo tiempo, el ritmo de los flujos netos de inversión de cartera de la zona del euro hacia Estados Unidos se desaceleró visiblemente durante el transcurso del año, coincidiendo con la estabilización del euro frente al dólar tras su anterior tendencia negativa.

Las revisiones de los pronósticos de crecimiento reforzaron los movimientos del tipo de cambio

El papel de los flujos de inversión de cartera ...

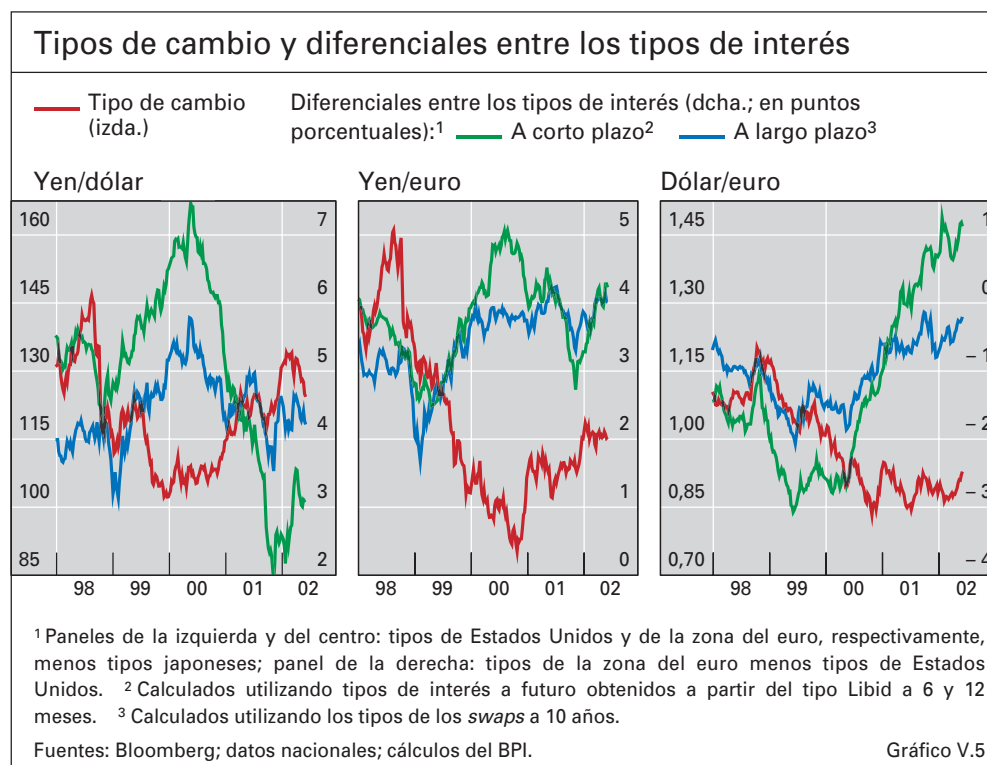


... y movimientos afines de fusiones y adquisiciones

Asimismo, la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas, que en términos netos había favorecido a Estados Unidos en 1999 y en 2000, estuvo más equilibrada en 2001 y a comienzos de 2002 (véase el gráfico V.4). El análisis estadístico del efecto de las fusiones y adquisiciones sobre el tipo de cambio dólar/euro indica que los operadores reaccionaron al los anuncios de este tipo de acuerdos por considerarlos posiblemente un indicador de la solidez relativa de las expectativas de crecimiento en ambas economías. Asimismo, el hecho de que la actividad de fusiones y adquisiciones llegara a equilibrarse durante el transcurso de 2001 da pie a otra interpretación. Tal vez, las fuertes entradas de capital a Estados Unidos en años anteriores reflejaban un reajuste aislado de los niveles de capital relacionado con la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), así como el deseo de grandes sociedades europeas de adquirir una dimensión internacional.

Los tipos de interés y los tipos de cambio se mantuvieron desligados

Siguiendo la pauta observada en 1999 y en 2000, y en claro contraste con la década de los 80 y con la mayor parte de los años 90, las decisiones de política monetaria y los diferenciales de tipos de interés pudieron haber influido en los tipos de cambio, principalmente a través de su efecto sobre las expectativas de crecimiento. De ahí que, como se ha descrito anteriormente, en respuesta a la percepción de un crecimiento más sólido en Estados Unidos que en Japón y en la zona del euro, el dólar se mantuviera fuerte, a pesar de un estrechamiento considerable de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo que favorecía a Estados Unidos en detrimento de Japón, y de la caída de los tipos de interés estadounidenses por debajo de los de la zona del euro por primera vez desde mediados de los años 90 (véase el gráfico V.5). Se observaron patrones similares



en los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y en los tipos de cambio.

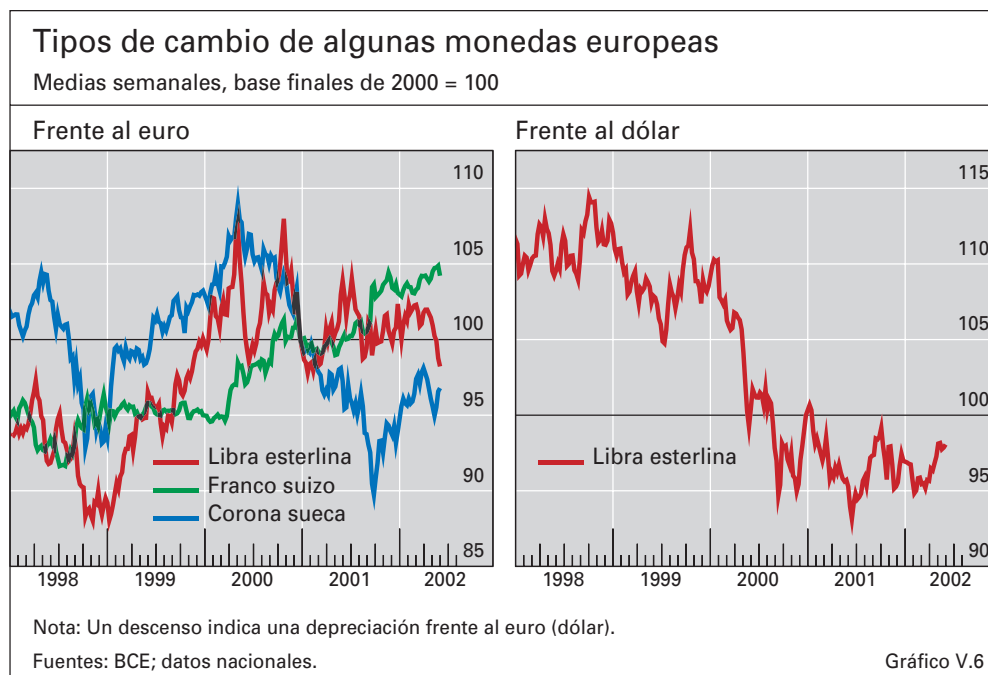
Evolución de otros mercados de divisas

Las monedas europeas

Durante el período examinado, la libra esterlina tendió a fortalecerse ligeramente frente al euro, mientras que fluctuó entre 0,67 y 0,71 libras por dólar (véase el gráfico V.6). Las amplias fluctuaciones de la libra parecieron congruentes con las expectativas de crecimiento y con los diferenciales de crecimiento de la productividad del Reino Unido, comparado con Estados Unidos por una parte y con la zona del euro por otra. Las deliberaciones sobre el ingreso del Reino Unido en la UME en un futuro cercano parecieron no afectar a la libra esterlina. Sin embargo, su continua fortaleza contribuyó al desequilibrio entre los sectores productores de bienes comerciables y no comerciables, lo que dificultó la labor de los responsables de la política monetaria del Reino Unido al empeorar las condiciones externas durante el transcurso de 2001 (véase el capítulo IV).

El franco suizo tendió en general a apreciarse frente al euro, lo que supone una ruptura de su tendencia a cotizar en una banda muy estrecha frente al euro que se había mantenido en los primeros 18 meses de unión monetaria. Tampoco siguió el patrón observado antes de la creación de la UME, cuando el franco suizo solía debilitarse frente al marco alemán cuando este último se depreciaba frente al dólar. Sin embargo, a principios de 2002 el franco suizo pareció recuperar su comportamiento habitual. En ocasiones, la divisa suiza pareció beneficiarse de los flujos en busca de refugio, y al igual que en el Reino Unido, la fortaleza de su

La fortaleza de la libra esterlina y del franco suizo fue motivo de preocupación entre las autoridades responsables de la política monetaria



moneda fue motivo de preocupación para las autoridades monetarias (véase el capítulo IV).

Las fluctuaciones de la corona sueca se debieron a varios factores

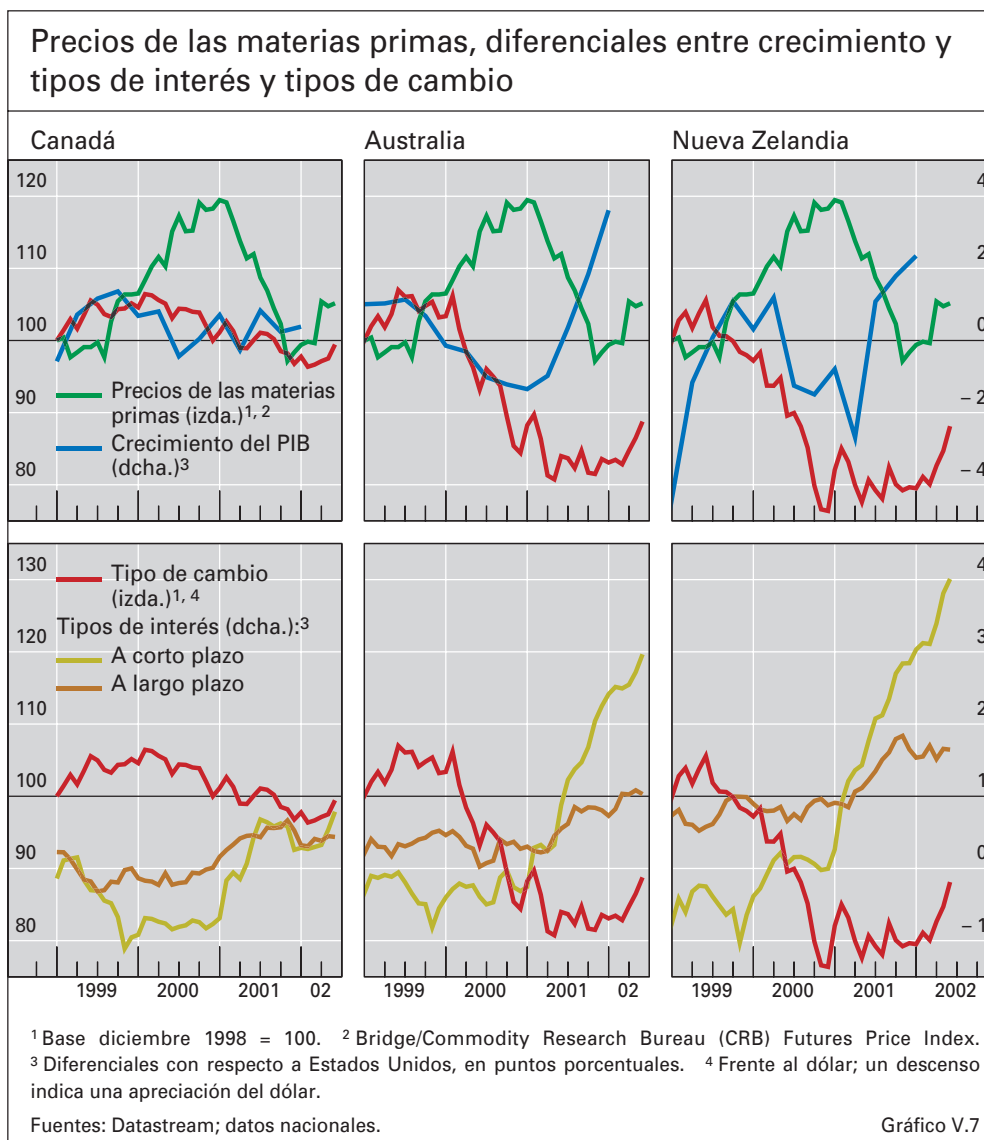
El comportamiento de la corona sueca cambió notoriamente durante el periodo examinado, debido a diversos factores. Hasta septiembre de 2001, continuó depreciándose acusadamente frente al euro y al dólar. La debilidad de la corona podría atribuirse a la caída del Nasdaq, dado que los operadores asignaron gran importancia a la posición dominante del sector de la alta tecnología en Suecia, y lógicamente, a la mayor incertidumbre en los mercados financieros mundiales. Otro factor podrían haber sido las considerables compras de activos externos que realizaron los inversionistas nacionales tras los cambios en la regulación de los fondos de pensiones promulgados en 2000, para permitir una mayor exposición en divisas. Este factor lo confirma indirectamente el *2001 Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* llevado a cabo por 48 bancos centrales y autoridades monetarias, publicado en 2001. A diferencia de la mayoría de países, el estudio indicó un notable incremento del volumen de transacciones en el mercado de divisas en Suecia entre abril de 1998 y abril de 2001. La aceleración de la caída de la corona motivó la intervención del Riksbank para sostener la moneda en junio de 2001. En octubre de 2001, la corona se recuperó gracias a la recuperación de la confianza en los mercados financieros mundiales y a la mejora de las condiciones económicas en Suecia. En abril de 2002, la corona había mejorado frente al euro en casi un 10%.

Las monedas de otros países industrializados

Diferentes tendencias

La tendencia a la depreciación del dólar australiano y del dólar neozelandés frente al dólar de Estados Unidos concluyó en un contexto de recuperación del crecimiento interno y de diferenciales de tipo de interés más favorables (véase el gráfico V.7). Por el contrario, el dólar canadiense siguió debilitándose durante la mayor parte del periodo examinado y alcanzó mínimos históricos en torno a 1,62 dólares canadienses por dólar de Estados Unidos en enero de 2002. Esta diferenciación respecto al dólar australiano y al dólar neozelandés se debe en parte a un crecimiento más moderado en Canadá. Es posible también que la depreciación frente al dólar de Estados Unidos refleje una mayor diversificación internacional por parte de los gestores de activos canadienses en respuesta a una relajación de las restricciones a la inversión. Al igual que en Suecia, este cambio podría explicar, al menos en parte, el inusual aumento del volumen de transacciones en el mercado de divisas nacional entre 1998 y 2001, como indica el citado estudio trienal de 2001.

Entre principios de 2000 y finales de 2001, no se mantuvo la tradicional correlación positiva entre los dólares australianos, canadienses y neozelandeses y los precios de las materias primas, lo que puede interpretarse como una mayor influencia de los mercados de divisas en el crecimiento interno. En 2000, las tres monedas se habían debilitado, descendiendo a mínimos históricos (o a un valor cercano a ellos), a pesar de que los precios de las materias primas subieron considerablemente. Asimismo, en los tres



primeros trimestres de 2001, la pronunciada caída de los precios de las materias primas, a consecuencia de la disminución de la demanda mundial, no hizo caer de nuevo a las monedas australiana y neozelandesa, aunque el dólar canadiense mantuvo su tendencia a debilitarse.

Las monedas de los mercados emergentes

Las tres características principales de los mercados de divisas en las economías emergentes durante el periodo examinado fueron el colapso del peso argentino hacia finales de año, la ausencia de contagio significativo de la crisis de Argentina a otros mercados de divisas y las significativas fluctuaciones mostradas por otras monedas, incluidos el real brasileño, el peso chileno, el rand sudafricano y la lira turca.

La crisis en Argentina, precedida por un periodo prolongado de presiones sobre el peso y sobre el sistema financiero nacional, estalló violentamente a finales de diciembre de 2001 (véase el capítulo III). El régimen de convertibilidad que había mantenido Argentina durante un decenio tocó a su fin el 6 de enero de 2002, en medio de una grave crisis económica y

Tres características principales

política. El 11 de febrero se decretó la flotación del peso y, hacia finales de mayo, la relación cambiaria era de casi 3,5 pesos por dólar, lo que suponía una caída de más del 70% con respecto al periodo previo a la devaluación (véase el gráfico V.8).

Contagio limitado de la crisis de Argentina ...

Aunque se registraron episodios de contagio a otros mercados de divisas, éstos fueron breves y de alcance limitado. Después de la infructuosa subasta de deuda pública en Argentina en julio de 2001, el peso chileno, el rand, el real y la lira turca sufrieron presiones de venta. El real y el peso chileno, que se habían depreciado durante la mayor parte de 2001, alcanzaron mínimos históricos, lo que llevó a los bancos centrales a intervenir en diversas ocasiones. Sin embargo, ambas monedas se recuperaron hacia finales de año, y se debilitaron durante apenas unos días después del



colapso del peso argentino. El peso mexicano mantuvo una posición sólida durante la mayor parte del periodo examinado, y tan sólo se debilitó ligeramente a comienzos de 2001. El descenso del rand, impulsado principalmente por factores internos y por las inquietudes de los inversionistas internacionales sobre la inestabilidad política de la vecina Zimbabwe, se aceleró cuando empeoraron las condiciones en Argentina en el mes de julio. No obstante, la moneda se recuperó de forma espectacular a finales de 2001, precisamente cuando se agudizaba la crisis argentina. En Asia, no se produjo ningún contagio significativo.

Los efectos inmediatos de la devaluación argentina pueden haber quedado limitados por varios motivos. En primer lugar, durante los últimos años se ha observado una tendencia generalizada en estos países hacia políticas de tipos de cambio más flexibles (véase más adelante). Las monedas han tendido a fluctuar más libremente y se han adoptado nuevos marcos de política monetaria para anclar la inflación, y es posible que esta evolución haya aumentado la capacidad de recuperación de los mercados de divisas. En segundo lugar, hacía tiempo que los agentes del mercado anticipaban la crisis argentina. En tercer lugar, la menor tolerancia al riesgo que ha caracterizado a los mercados de divisas desde 1998 puede haberse debido a una contracción de las posiciones especulativas apalancadas contra las monedas de los mercados emergentes. En líneas generales, parece que los bancos han reducido sus operaciones exclusivas, mientras que los principales agentes de alto apalancamiento, como los fondos de cobertura, parecen haberse retirado masivamente de los mercados de divisas a raíz de los problemas de 1998, como indica la considerable disminución del volumen de transacciones en los mercados de divisas tradicionales entre abril de 1998 y abril de 2001, recogida en el estudio trienal de 2001 anteriormente citado. Finalmente, los inversionistas internacionales podrían haber mejorado su capacidad para distinguir entre los diferentes mercados emergentes (véase el capítulo VI).

... por diversos motivos

Prácticas de control cambiario en las economías de mercado emergentes

En los últimos años, varias economías emergentes se han ido acercando hacia una mayor flexibilidad de sus políticas cambiarias, por lo que la relación cambiaria ha tendido a desempeñar un papel menos relevante como punto de anclaje para la política monetaria. Al mismo tiempo, se ha observado una tendencia hacia la adopción de objetivos más explícitos de inflación, aumentando el número de países que utilizan o aspiran a utilizar sistemas integrales de objetivos de inflación. Antes de la crisis asiática de 1997–98, sólo tres países con economías de mercado emergentes habían adoptado objetivos explícitos de inflación, lo que representaba, en conjunto, menos del 1% del PIB mundial. Hacia mayo de 2002, el número de países con objetivos de inflación ascendía a 12, con una producción total del 8% del PIB mundial. Si bien el papel que desempeña el tipo de cambio como ancla nominal o como objetivo de política *explícito* se ha reducido o eliminado, el tipo de cambio

Mayor flexibilidad, pero el tipo de cambio conserva su importancia

sigue siendo pertinente para la política económica. Basándose en lo anterior, la siguiente sección analiza la evolución de las prácticas de control cambiario a la luz de la evolución del tipo de cambio durante los dos últimos años.

La evolución de las prácticas de control cambiario

Dos indicadores apuntan a que existe una tendencia generalizada hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio en las economías emergentes desde la crisis asiática. En primer lugar, la volatilidad frente a la principal moneda de referencia (normalmente el dólar de Estados Unidos) ha tendido a ser ligeramente superior en términos absolutos, así como en comparación con la volatilidad de los tipos de interés internos a corto plazo (véase el cuadro V.2). Valgan como ejemplo los aumentos de volatilidad de los tipos de cambio del peso filipino, el baht tailandés y el real brasileño. En segundo lugar, la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar ha

Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés ¹								
	Volatilidad de los tipos de cambio				Volatilidad de los tipos de interés ²		Relación ³	
	Bilateral ⁴		Efectivo ⁵		1995-96	jul 1999-abr 2002	1995-96	jul 1999-abr 2002
	1995-96	jul 1999-abr 2002	1995-96	jul 1999-abr 2002				
Corea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Filipinas	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Hong Kong RAE	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesia	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Singapur	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Tailandia	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Taiwán, China	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Argentina	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasil	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
México	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Hungría	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Polonia	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
República Checa	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Sudáfrica	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
Estados Unidos	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Japón	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Zona del euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Reino Unido	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canadá	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Suecia	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Suiza	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nueva Zelandia	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

¹ Desviación estándar de las variaciones porcentuales semanales anualizadas, para los periodos indicados. ² De los tipos a tres meses (en el caso de Brasil, a un día). ³ Entre la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales y la volatilidad de los tipos de interés. ⁴ Con respecto al dólar de EEUU. (en el caso de Hungría, Polonia y la República Checa, con respecto al euro). ⁵ Ponderada por el comercio.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro V.2

aumentado más rápidamente que la de los tipos de cambio efectivos nominales. Esto indica que, si bien el dólar en Asia y en América Latina y el euro en Europa central siguen desempeñando un papel importante, el énfasis de la política económica monetaria parece haberse desplazado de los tipos de cambio bilaterales a los efectivos.

No obstante, aunque haya aumentado la volatilidad de los tipos de cambio, éstos continúan siendo fundamentales para la política económica de los países emergentes de mercado. Así lo demuestra la reducida volatilidad de los últimos años, tanto en términos absolutos como con relación a las principales monedas (véase el cuadro V.2).

La importancia de los tipos de cambio

Hay varias razones que explican la importancia que podría tener el tipo de cambio para las autoridades monetarias, sobre todo en las economías emergentes. Aunque su repercusión en los precios a través del comercio y de las expectativas puede ser el motivo de preocupación más directo, no hay que perder de vista su impacto sobre la competitividad externa, la estabilidad financiera de la economía y el funcionamiento de los mercados de divisas.

Los mercados emergentes son vulnerables por cuatro razones principales

Los tipos de cambio pueden influir en la inflación a través de los precios (tanto de los bienes finales comerciables como de los bienes intermedios importados) y a través de su impacto sobre las expectativas de inflación. Frente a los países industrializados, las economías de mercado emergentes parecen más vulnerables al impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre la inflación, en la medida en que son más abiertas y tienen un historial de mayor inflación.

Las fluctuaciones del tipo de cambio pueden afectar a la inflación

Las diferencias de volatilidad pueden ser significativas incluso entre países emergentes. Hay datos que apuntan a que en el pasado, la transmisión del tipo de cambio ha sido más sólida en América Latina que en Asia (véase el cuadro V.3). Aunque está claro que hay factores como las estructuras sociales, políticas y económicas de los países que afectan a la correlación entre inflación y tipo de cambio, el historial de inflación merece especial atención. Los tipos de cambio normalmente afectan más a los precios en los países latinoamericanos que han soportado altas tasas de inflación en el pasado y en aquellos donde las expectativas tienen gran importancia. Por el contrario, los países de Asia oriental suelen registrar menores niveles de inflación y, en términos relativos, un menor nivel de transmisión.

No obstante, en los últimos años, han aparecido indicios de una disminución de la transmisión de los tipos de cambio a los precios, tanto en países de mercados emergentes como industrializados. Un ejemplo claro es la escasa subida de la inflación tras la devaluación del real brasileño a principios de 1999. Entre las explicaciones posibles se pueden incluir las expectativas de moderación de precios y salarios derivadas de políticas de estabilización creíbles, la mejora de la competitividad interna gracias a las reformas estructurales y el mayor grado de integración de las economías emergentes en la economía mundial. Esta evolución coincide con la menor importancia

Aunque la transmisión ha disminuido ...

... sigue siendo motivo de preocupación

asignada al historial inflacionario en los últimos años. Sin embargo, una menor influencia del tipo de cambio en los precios no debe conducir a la autocomplacencia, ya que las oscilaciones en los tipos de cambio siguen influyendo en los precios. Las caídas significativas del rand y del real en 2001 estuvieron acompañadas de importantes aumentos de la inflación. Además, en Turquía y Argentina, la inflación se disparó tras el colapso de sus monedas nacionales.

Los cambios en la competitividad externa son también un problema ...

Las tendencias adversas de los tipos de cambio pueden afectar a la competitividad externa de la economía, lo cual podría incidir en la balanza de pagos, el crecimiento y, a largo plazo, en los incentivos a la inversión. Este hecho reviste especial importancia en los países emergentes, ya que suelen ser economías relativamente abiertas. Por ejemplo, el rápido descenso del yen a finales de 2000 y en 2001 levantó serias dudas sobre la competitividad coreana, puesto que sus exportaciones tienen un perfil sectorial semejante al de las exportaciones japonesas.

... al igual que la inestabilidad financiera ...

La experiencia demuestra inequívocamente que periodos prolongados de apreciación y sobrevaloración reales también pueden socavar la estabilidad financiera, especialmente en países con economías emergentes. El tipo de cambio puede afectar a la estabilidad financiera a través de distintos canales. En primer lugar, la tendencia a la apreciación en términos reales de las monedas nacionales puede ir acompañada de grandes

Apertura, transferencia, inflación y activos externos de los bancos centrales						
	Apertura ¹	Transferencia ²		Inflación ³	Activos extranjeros de los bancos centrales ⁴	
		Un trimestre	Un año		en porcentaje del activo total	en porcentaje de la base monetaria
Brasil	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
México	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonesia	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Tailandia	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Hungría	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Polonia	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
República Checa	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Israel	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Sudáfrica	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australia	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canadá	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nueva Zelandia	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Reino Unido	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Suecia	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

¹ Comercio como porcentaje del PIB; media de 1990-99. ² 1979-2000. ³ Inflación de precios de consumo, variación porcentual anual media durante el periodo de 1990-99. ⁴ Para México e Israel, finales de noviembre de 2001; para el resto de países, finales de diciembre de 2001.

Fuentes: E.U. Choudhri y D.S. Hakura, "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?", *Documento de trabajo del FMI 01/194*, diciembre 2001; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.3

entradas de capital, rápida expansión del crédito y un incremento insostenible de los precios de los activos. La consiguiente expansión excesiva del sistema financiero nacional puede hacer que la economía se vuelva vulnerable a una desaceleración o a un cambio de tendencia de estos flujos. En segundo lugar, un régimen de tipo de cambio excesivamente rígido puede prolongar la debilidad de la economía, y contribuir a la acumulación de deuda externa y a la vulnerabilidad financiera de forma más general, especialmente frente a factores negativos externos como la evolución adversa de las relaciones de intercambio. En último lugar, y no menos importante, en ambos casos los desajustes de divisas en los balances pueden, en gran medida, acentuar la fragilidad de la economía en el caso de que se produzcan profundos ajustes del tipo de cambio nominal y aumentar las probabilidades de que ocurra una crisis. Cuando el propio sistema bancario presenta desajustes, el peligro para la solvencia de los bancos es obvio. Sin embargo, hay riesgos igualmente elevados cuando existen desajustes en la situación patrimonial de los propios clientes de los bancos. Tales riesgos se pueden acrecentar debido a deficiencias más generales en la estructura financiera, como sistemas endeblados de supervisión, prácticas inadecuadas en la gestión de los riesgos e insuficiencia de capital. Todas las crisis financieras de los últimos años en los países con economías emergentes han compartido ciertas de estas similitudes, desde Asia oriental hasta Argentina.

Liquidez en el mercado de divisas		
	Volumen de transacciones ¹ en relación con el PIB	Diferencial entre precios de compra y venta como porcentaje del tipo medio
	2001 T1	Abril 2001
Brasil	2,0	0,045
Chile	8,2	0,034
México	3,8	0,052
Corea	4,7	0,125
Indonesia	1,0	0,407
Tailandia	3,2	0,067
Hungría	0,9	0,060
Polonia	8,0	0,149
República Checa	6,7	0,058
Israel	1,7	0,094
Sudáfrica	17,1	0,069
Australia	19,1	0,048
Canadá	9,2	0,024
Nueva Zelandia	14,4	0,085
Reino Unido	22,2	0,037
Suecia	16,7	0,026

¹ Media diaria de abril de 2001 de la moneda local frente al resto de divisas, previa deducción de la cuenta doble entre corredores.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; BPI. Cuadro V.4

... y el funcionamiento y evolución del mercado de divisas

En las economías emergentes con pequeños mercados de divisas, la alta volatilidad cambiaria puede contribuir a crear condiciones de mercado desordenadas y con falta de liquidez, caracterizadas por amplios y “escalonados” diferenciales entre el precio de compra y el de venta. Los mercados de divisas con escasa liquidez también pueden sufrir la ausencia de riesgo bidireccional. Así, las expectativas pueden generar una dinámica de mercado con tendencia a exagerar las fluctuaciones cambiarias, y a más largo plazo, el desorden podría impedir la evolución del mercado.

Dos datos indirectos indican que en la mayoría de las economías emergentes, los mercados de divisas han sido tradicionalmente menos líquidos que en los países industrializados. En primer lugar, aunque en la década de los 90 se registró un rápido crecimiento de los mercados de divisas en economías emergentes, en la mayoría de los casos éstos siguen siendo relativamente pequeños (véase el cuadro V.4). Una notable excepción es Sudáfrica, donde el volumen de transacciones en porcentaje del producto es similar al de los países industrializados. En segundo lugar, los diferenciales entre el precio de compra y de venta en los mercados emergentes son menos uniformes y, en general, son mayores que los de las economías industrializadas, lo que señala una mayor susceptibilidad frente a la retirada repentina de liquidez.

Las respuestas de política monetaria en las economías emergentes

La inquietud en torno a los tipos de cambio plantea posibles dilemas de política monetaria

Al decidir la respuesta frente a una evolución indeseada del tipo de cambio, pueden surgir tensiones entre los diferentes objetivos de la política monetaria. La posibilidad de que surjan dichos dilemas puede ser más evidente en regímenes con objetivos de inflación, ya que uno de los objetivos (a saber, la inflación) está muy identificado, y la política monetaria es el instrumento específico para su consecución. En general, las autoridades monetarias tienen a su disposición una amplia gama de instrumentos, y además de la política monetaria, la intervención oficial es una posible alternativa para resolver los problemas de tipo de cambio. En circunstancias especiales, los controles de capital también se han considerado una opción viable, aunque su uso conlleva ciertos costes y limitaciones.

La experiencia de los últimos dos años de varios países que tienen (o aspiran a tener) sistemas de objetivos de inflación ilustra cómo la utilización flexible de los instrumentos de política monetaria puede ayudar a contrarrestar el impacto de los movimientos del tipo de cambio, al tiempo que permite perseguir los objetivos de inflación. Sin embargo, en ocasiones, no es fácil distinguir entre la reacción frente al tipo de cambio dentro de los límites de los objetivos de inflación y la gestión del tipo de cambio como meta en sí misma. Las autoridades monetarias deben explicar al público la diferencia, si la hay, entre los dos tipos de medidas, y justificar las políticas adoptadas.

La política monetaria

Un cambio en la orientación de la política monetaria es normalmente el instrumento principal para responder a las inquietudes inflacionarias

asociadas a fluctuaciones cambiarias. Por ejemplo, cuando la inflación en Brasil comenzó a subir por encima del objetivo hacia marzo de 2001 (durante una acelerada depreciación y un incremento de la volatilidad de la moneda), el banco central revertió su política de relajación monetaria (véase el gráfico V.9), aumentó considerablemente el tipo de interés y mantuvo una postura restrictiva hasta principios de 2002. También se observaron otras respuestas de la política monetaria frente a la amenaza inflacionaria relacionada con episodios de debilidad de la moneda en países como Sudáfrica (a finales de 2000 y comienzos de 2002), Israel (a comienzos de 2002) e Indonesia (en 2000). La tendencia general a la apreciación del zloty polaco coincidió con una disminución de la inflación por debajo de la banda fijada para 2001, lo que llevó al banco central a relajar su política durante la mayor parte del año.

La política monetaria respondió a preocupaciones inflacionarias relacionadas con el tipo de cambio ...

En algunos casos, se modificó la política monetaria aun cuando el objetivo de inflación no estaba amenazado directamente por las variaciones del tipo de cambio, al tenerse en cuenta otras consideraciones relacionadas con este último que también parecían influir. Por ejemplo, el banco nacional checo reanudó la relajación de su política monetaria a comienzos de 2001, aun cuando la inflación había vuelto a subir hasta alcanzar los niveles previstos, en un entorno de desaceleración del crecimiento, una posición todavía fuerte de la corona y un amplio déficit comercial. En Tailandia, después de que el baht recuperara su fortaleza en el segundo semestre de 2001, el banco central comenzó a reducir los tipos de interés a fin de año, en vista de la preocupación suscitada por la debilidad de la demanda de exportación y del crecimiento. A principios de 2002, la política monetaria se relajó aún más, para facilitar, entre otras cosas, ajustes en el tipo de cambio que no perjudicaran a los exportadores. En estos casos, la atención que prestaron las autoridades monetarias a factores distintos de la inflación se dio a conocer al público a través de la declaración oficial que acompaña a cada decisión monetaria, la publicación de las actas de las reuniones de política monetaria o un informe sobre la inflación, entre otros.

... y a veces a otras no inflacionarias

El marco operativo de la política monetaria tiene implicaciones para el margen de maniobra de los bancos centrales ante movimientos adversos del tipo de cambio. Si se emplea un tipo de interés del mercado monetario a más largo plazo como principal tipo de interés oficial (como es el caso de Polonia, la República Checa y Tailandia), se crea relativamente más libertad para dejar fluctuar el tipo de interés a un día, para responder a las presiones especulativas a corto plazo sobre el tipo de cambio. Sin embargo, si el tipo de interés oficial es el tipo a un día (como en Brasil, Chile y Corea), puede resultar difícil dejar que el tipo de interés de mercado se desvíe constantemente del tipo de interés objetivo oficial sin que esto se perciba como una desviación de la línea de conducta de la política monetaria oficial.

La elección del tipo oficial puede afectar al margen de maniobra

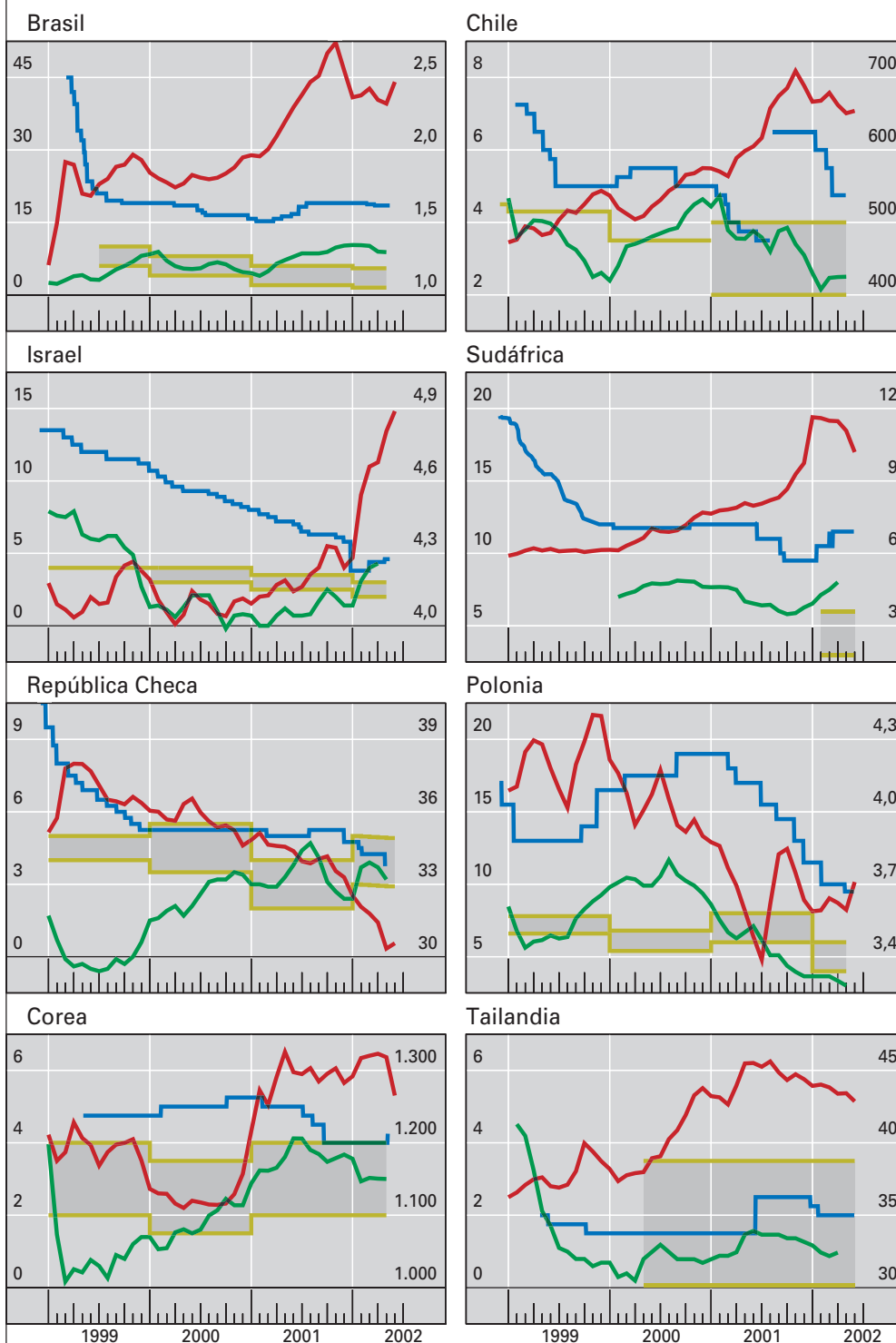
La intervención en el mercado de divisas

La intervención oficial puede utilizarse, a modo de refuerzo o como alternativa, cuando se considere injustificado un cambio inmediato de política monetaria. La intervención ataja directamente las preocupaciones cambiarias y puede mostrar la opinión de las autoridades monetarias sobre el origen

Respuesta mediante otros instrumentos tales como ...

Objetivos de inflación, tipos oficiales y tipos de cambio

— Inflación (izda.)¹
— Tipo de interés oficial (izda.)²
— Objetivo de inflación (izda.)
 — Tipo de cambio (dcha.)³



¹ Sudáfrica, IPC-X (IPC excluido el coste de los intereses hipotecarios); República Checa, inflación general (antes de 2002, inflación neta); Corea, IPC subyacente (antes de 2000, IPC general); Tailandia, IPC subyacente; los demás países, IPC general. ² Brasil, tipo objetivo Selic; Chile, tipo nominal a un día (antes de agosto 2001, tipo real); Israel, tipo base; Sudáfrica, tipo *repo*; República Checa, tipo *repo* a dos semanas; Polonia, tipo *repo* a 28 días; Corea, tipo de descuento a un día; Tailandia, tipo *repo* a 14 días. ³ Moneda local por dólar de EEUU; República Checa y Polonia, frente al euro; medias mensuales.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico V.9

del problema. Las intervenciones verbales y las esterilizadas han sido utilizadas profusamente durante los últimos años, tanto por parte de las economías emergentes con objetivos de inflación como por algunas economías industrializadas, como Australia y Suecia. Estas intervenciones se consideraron un complemento de su estrategia de objetivos de inflación o una respuesta a problemas específicos. Aunque también existe la posibilidad de que se produzcan intervenciones no esterilizadas, su efecto equivale al de un cambio en la política monetaria aplicada en el mercado de divisas y, como tal, no incrementa la capacidad de maniobra de los bancos centrales.

La intervención verbal puede emplearse para comunicar la evaluación de la situación que hacen las autoridades monetarias y para señalar sus intenciones. Por ejemplo, en vista de la persistente fortaleza de la corona en los últimos años, el banco central checo ha expresado públicamente su disposición a considerar la opción de una intervención. Los anuncios previos de operaciones de intervención en Brasil y Chile en 2001 pueden interpretarse también como un tipo de intervención verbal.

... intervención verbal ...

Una intervención esterilizada, ya sea cierta o percibida, puede igualmente dar una idea de la opinión de las autoridades monetarias sobre la orientación presente y futura de la política monetaria. Por ejemplo, la República Checa consideró que la inflación se mantenía en líneas generales dentro de los límites previstos, por lo que empleó una intervención abierta en 2000 en lugar de cambiar el tipo de interés, a fin de contrarrestar la fortaleza de la corona. En Chile, frente a la rápida caída del peso en 2001, se adoptaron medidas similares. En ambos casos, dichas intervenciones parecieron confirmar la percepción positiva de la orientación vigente de la política monetaria, además de expresar la preocupación acerca de la evolución del tipo de cambio. Por el contrario, las ventas de dólares lanzadas en Brasil en 2001 sirvieron para evitar una excesiva restricción monetaria, dado que la desaceleración del crecimiento y la amenaza de un aumento de la carga del servicio de la deuda hacían poco recomendables más aumentos del tipo de interés. La distribución temporal de las compras oficiales de dólares en Tailandia a finales de 2001 parecía presagiar las reducciones posteriores del tipo de interés.

... e intervención esterilizada ...

Algunos de los canales de influencia de las intervenciones esterilizadas podrían funcionar mejor para los mercados emergentes que para las principales monedas negociadas, ya que la intervención, al alterar la oferta relativa de activos en moneda nacional y en divisas, puede influir directamente sobre el tipo de cambio. Este *efecto de cartera* podría resultar relativamente más profundo en los mercados emergentes, especialmente en Asia oriental, donde las reservas de divisas de los bancos centrales son bastante significativas en relación con el volumen de transacciones de los mercados de divisas locales y con la masa monetaria nacional (véase el cuadro V.3). Asimismo, el banco central, como creador de mercado, puede contribuir a restringir la dinámica de autofortalecimiento del mercado y restituir una percepción de riesgo bidireccional. Este *efecto de liquidez* puede resultar especialmente importante en mercados emergentes con bajo volumen de negociación. Los esfuerzos de los bancos centrales brasileño y chileno en 2001, dirigidos a proporcionar bonos denominados en dólares y

reservas con el fin de facilitar el funcionamiento del mercado, son dos claros ejemplos de esta alternativa.

... pero se han utilizado menos las intervenciones en el mercado a plazo

En cuanto al segmento específico de mercado sobre el que se lleva a cabo la intervención oficial, parece que ha habido cambios en los últimos años. En el pasado, algunos bancos centrales recurrieron a los mercados a plazo y a las intervenciones fuera de balance. El uso de operaciones a plazo, a pesar de no estar restringido por el balance, parece haber disminuido, debido en parte a las considerables pérdidas sufridas en este tipo de posiciones durante las crisis monetarias de la década de los 90, así como a la mayor importancia otorgada recientemente a la responsabilidad y a la transparencia. El esfuerzo actual de Sudáfrica para cerrar sus posiciones a plazo es todo un ejemplo.

El equilibrio entre los beneficios y los costes

A pesar de la utilidad que tienen las intervenciones como herramienta alternativa, deben sopesarse sus ventajas y sus posibles costes y limitaciones. Puede que la intervención no sea siempre efectiva para influir en el tipo de cambio, a lo que hay que sumar que una supresión excesiva de la volatilidad podría dificultar el crecimiento de la capacidad de creación de mercados privados. Una analogía es el mercado interbancario interno, donde se considera que una menor participación de los bancos centrales para suavizar la volatilidad del tipo de interés puede favorecer el desarrollo. Otro posible coste es que, en la medida en que la intervención se considere como una muestra de los objetivos y preferencias de las autoridades monetarias, existe el riesgo de que se malinterprete el mensaje. Esto podría, a su vez, minar la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas. En estos casos sería beneficioso realizar un esfuerzo para comunicar al público la actitud oficial ante la intervención. Por ejemplo, a la luz de su experiencia intervencionista en 2001, el banco central sueco emitió un documento a comienzos de 2002 para aclarar sus procedimientos en su intervención en el mercado de divisas.

Controles de capital

Los controles de capital siguen siendo una opción de política monetaria en algunos casos ...

Si bien se descarta a menudo la introducción o el endurecimiento de los controles de capital en las consideraciones de regímenes cambiarios y monetarios, en la práctica continúa siendo una opción de política para algunas economías emergentes. Últimamente, la experiencia ha demostrado que en algunos casos, cuando los controles de capital se diseñan y aplican debidamente, pueden ser útiles para apoyar la aplicación de otras políticas o para proteger a la economía de los aspectos desestabilizadores de los flujos de capital.

El coeficiente de reservas mínimas no remuneradas de Chile en la década de los 90 es un buen ejemplo. Al reducir el efecto de una política monetaria restrictiva sobre el tipo de cambio, este coeficiente ayudó a conciliar las necesidades contrapuestas de los objetivos externos e internos de la economía. Además, contribuyó a contener la volatilidad del tipo de cambio desincentivando los flujos de entrada a corto plazo, favoreciendo así las inversiones a largo plazo. Se considera que dicho coeficiente contribuyó positivamente a la transición de la economía chilena hacia la flexibilidad cambiaria y hacia una liberalización completa de la cuenta de capital.

La imposición de controles a las salidas de capital en Malasia en 1998 estuvo acompañada por la introducción de un tipo de cambio fijo. Sin embargo, también se han empleado controles de capital en otros lugares, en un contexto de regímenes cambiarios flexibles durante episodios de evolución adversa del tipo de cambio. Así por ejemplo, Indonesia y Tailandia además de recurrir a la intervención (y al aumento del tipo de interés en el caso de Indonesia), intentaron restringir las ventas a corto plazo limitando el acceso de otros países a sus respectivas monedas, dadas las presiones de depreciación a las que estuvieron expuestas en 2000. Tailandia relajó posteriormente algunas de las restricciones a comienzos de 2002, a medida que el baht recuperaba su fortaleza.

También se han aplicado controles como última opción, cuando tanto el uso de la política monetaria como la intervención oficial se ven restringidos de algún modo. Por ejemplo, en respuesta a la aceleración de la depreciación del rand, las autoridades sudafricanas endurecieron los controles cambiarios a finales de 2001. En ese momento, las presiones inflacionarias no parecían suficientes como para justificar la restricción monetaria, mientras que la intervención tampoco era factible, debido a los bajos niveles de reservas de divisas y al compromiso de reducir las posiciones a plazo.

Como en el caso de las intervenciones oficiales, el uso de controles de capital tiene costes y limitaciones. Su imposición efectiva suele conllevar costes administrativos, y las restricciones pueden fallar a la hora de distinguir entre inversiones ventajosas y flujos que lo son menos. Además, la opinión negativa de los inversionistas sobre los controles de capital puede limitar, aún más, el acceso del país a los mercados internacionales de capital. Las medidas intervencionistas pueden dañar la evolución financiera y no constituyen en modo alguno un sustituto del avance en las reformas a nivel macro y microeconómico.

Para concluir, la mayoría de mercados emergentes estudiados todavía se encuentra en etapas relativamente tempranas de ajuste a un entorno de mayor flexibilidad del tipo de cambio. Debido a características estructurales y en algunos casos, a la necesidad de recuperarse de crisis recientes, las economías de estos países tienden a ser más vulnerables que las de los países industrializados frente a las repercusiones inflacionarias, de crecimiento y financieras que conllevan las fluctuaciones cambiarias. Por ello, al menos a corto plazo, es probable que estas fluctuaciones sigan siendo un factor más determinante para la formulación de la política monetaria en las economías emergentes. La credibilidad de los regímenes monetarios dependerá sobre todo de la capacidad de comunicar eficazmente las intenciones de la política monetaria con respecto al papel del tipo de cambio. A más largo plazo, sin embargo, los esfuerzos para reducir algunas de las vulnerabilidades inherentes, como los mercados de divisas subdesarrollados, deberían reducir las preocupaciones relacionadas con las fluctuaciones del tipo de cambio.

... pero también tienen sus limitaciones

Las preocupaciones cambiarias no desaparecerán ...

... pero podrían disminuir al reducirse las vulnerabilidades

VI. Mercados financieros

Aspectos más destacados

Los mercados financieros mostraron una notable capacidad de reacción frente a las duras pruebas a las que se vieron sometidos durante el periodo analizado: una brusca desaceleración económica mundial, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre, y las nuevas informaciones reveladas en torno a la quiebra de Enron. A pesar de todos estos acontecimientos, los mercados siguieron operando de forma ordenada y las perturbaciones en el funcionamiento fueron transitorias. Los precios de las acciones se fueron ajustando gradualmente a la desaceleración. La pronunciada caída de los precios después de los atentados del 11 de septiembre invirtió rápidamente la tendencia, y hacia finales de 2001 los mercados bursátiles en todo el mundo repuntaron impulsados por renovadas esperanzas de sólida recuperación. Los mercados de deuda empresarial demostraron una capacidad de recuperación incluso mayor. Los diferenciales crediticios, incluso los de la deuda de mercados emergentes, se redujeron durante el transcurso del año, marcando una tendencia que se vio interrumpida tan sólo brevemente por los sucesos del 11 de septiembre. Cabe destacar que los mercados de bonos se mantuvieron receptivos a las emisiones de los prestatarios empresariales, incluidas las de aquellos rechazados por el mercado de efectos comerciales.

Sin embargo, entre las muestras de recuperación también había motivos de preocupación. A pesar de la corrección que se inició a comienzos de 2000, el precio de las acciones tendió a mantenerse elevado con relación a los beneficios corrientes. Durante los primeros meses de 2002, los problemas contables de Enron y otros asuntos relacionados llevaron a los inversionistas a empezar a cuestionar la integridad de la información que respalda a los mercados financieros. Las repercusiones de Enron se extendieron al mercado de efectos comerciales estadounidense, que cerró sus puertas a los prestatarios, excepto a aquellos más solventes. Los acontecimientos de Argentina tuvieron un impacto limitado sobre otras economías emergentes en 2001 y a comienzos de 2002, pero las condiciones de financiación externa se mantuvieron débiles para muchos prestatarios soberanos de calidad crediticia más baja. Por último, el control de los mercados extrabursátiles por parte de unos pocos intermediarios, aumentó los riesgos derivados de la concentración.

El funcionamiento del mercado

Entre los acontecimientos que pusieron a prueba la capacidad de recuperación de los mercados durante el periodo examinado, cabe destacar

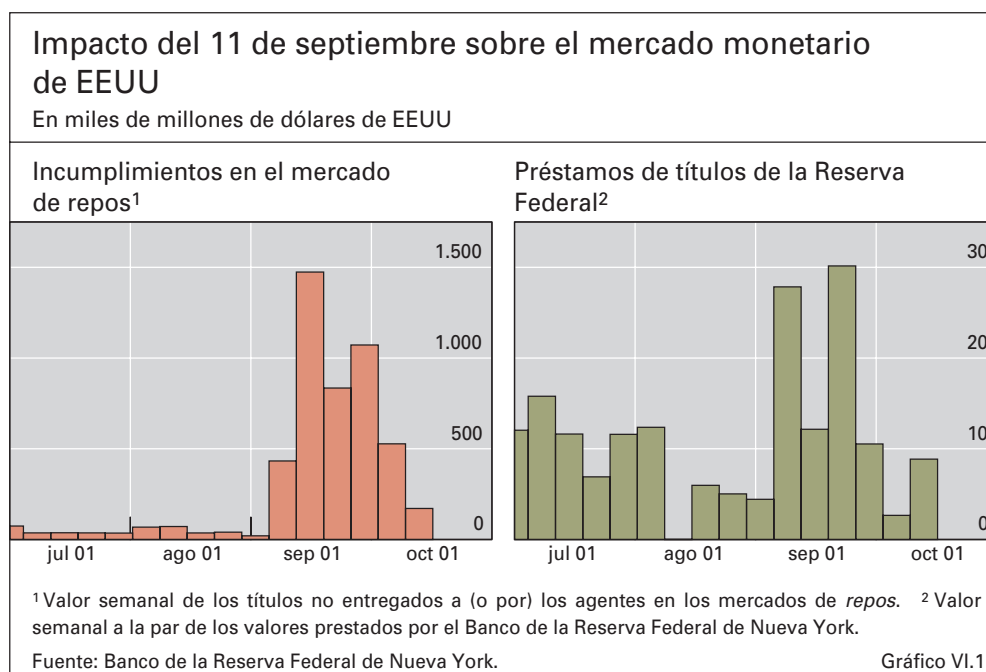
dos: los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001, y el colapso de Enron en diciembre. Los mercados funcionaron notablemente bien en el periodo inmediatamente posterior a los atentados terroristas. A pesar de la devastación acaecida en el bajo Manhattan (donde tienen su sede muchas instituciones financieras e infraestructuras del mercado, y donde se encuentran ubicados numerosos sistemas de comunicación), las interrupciones de las operaciones y de las actividades de acumulación de capital fueron sólo transitorias y los mercados regresaron a la normalidad de forma relativamente rápida. Es posible que la caída de Enron, aunque menos dramática que los acontecimientos del 11 de septiembre, haya mermado más la confianza del mercado, al poner en duda la calidad de la información que poseen los mercados financieros sobre las distintas sociedades.

Los mercados demostraron su capacidad de reacción ante duras pruebas

Desórdenes después del 11 de septiembre

Los atentados terroristas del 11 de septiembre y las consiguientes pérdidas materiales y humanas en Nueva York ocasionaron trastornos importantes en los mercados financieros de Estados Unidos. La bolsa de Nueva York cerró durante cuatro días hábiles, lo que supone su interrupción más larga desde los años 30. Los mercados de operaciones con pacto de recompra (*repos*) y los de contado de títulos del Tesoro de Estados Unidos, se vieron especialmente afectados debido a las pérdidas sufridas por varias sociedades bursátiles, a los daños ocasionados en los sistemas de comunicación y al desplazamiento que tuvo que realizar un importante banco de compensación al perder sus principales instalaciones. Estos problemas en su conjunto impidieron, durante varios días después de los atentados, la liquidación de *repos* por un valor de miles de millones de dólares. Esto produjo un aumento sin precedentes en el número de transacciones "fallidas" en los mercados de

Los atentados terroristas ocasionaron desórdenes importantes ...

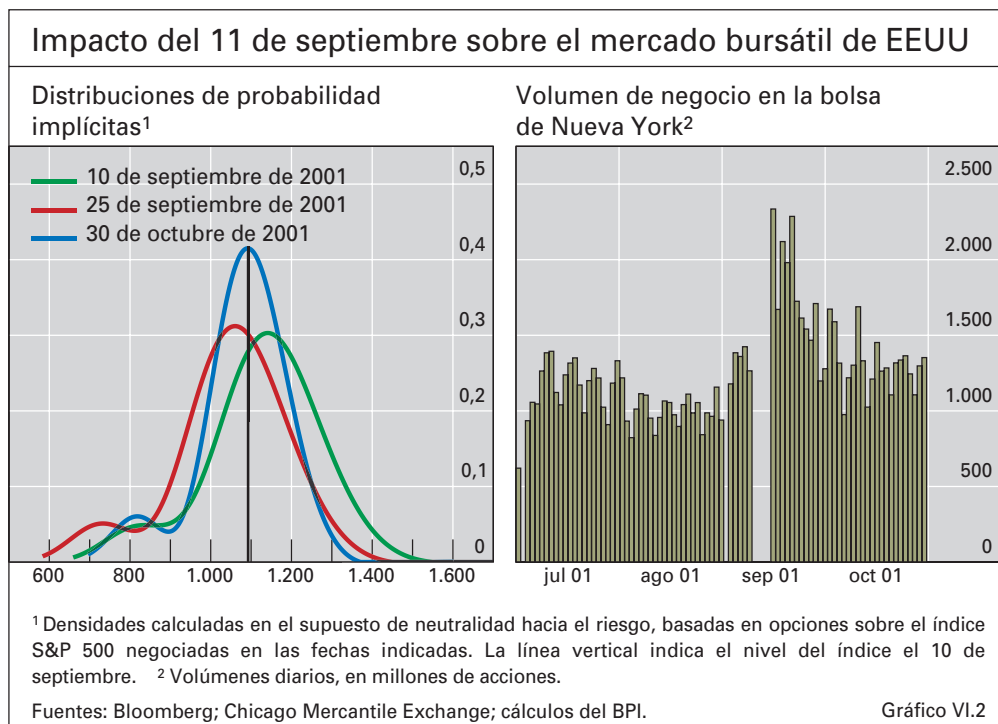


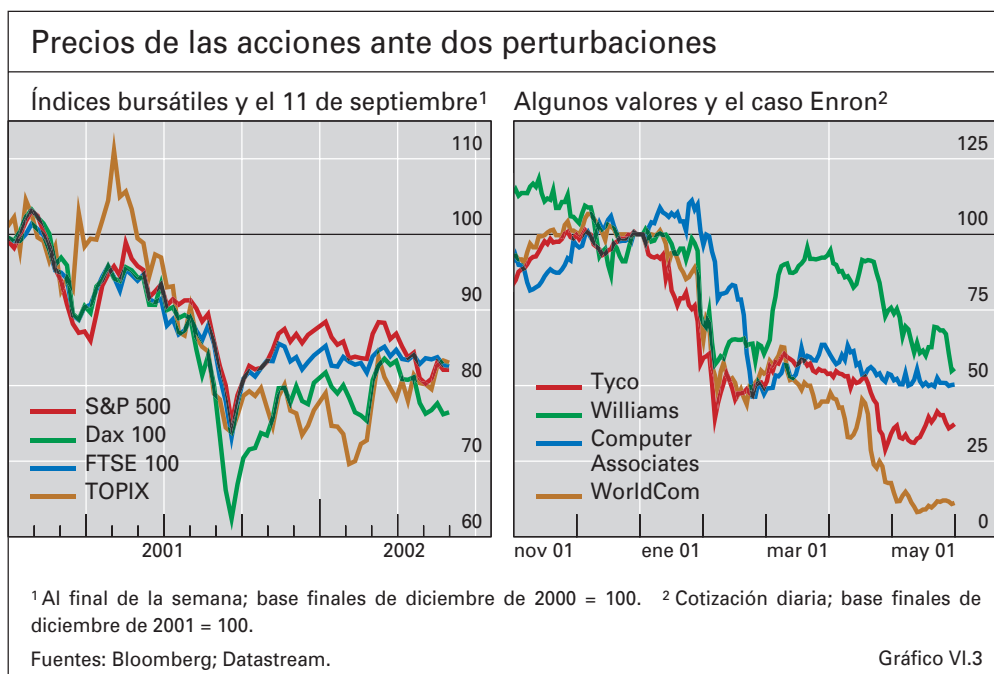
contado de títulos del Tesoro y de *repos* (véase gráfico VI.1), lo cual a su vez impulsó la demanda de algunos valores del Tesoro, especialmente los pagarés de más reciente emisión.

... pero las autoridades monetarias y los participantes en el mercado respondieron con celeridad

Las autoridades monetarias y los participantes en el mercado respondieron rápidamente. La Reserva Federal de Estados Unidos inyectó grandes cantidades de liquidez en el sistema bancario y bajó su tipo de interés objetivo de los fondos federales cuando volvieron a abrirse los mercados de acciones el 17 de septiembre. La Reserva Federal también tomó una serie de medidas para combatir las dificultades del mercado de *repos*, como la relajación de las restricciones para acceder a su facilidad de préstamo de valores. A finales de septiembre, la Reserva Federal había prestado 70 mil millones de dólares en valores, aceptando como colateral títulos para los que existía menor demanda. Otros bancos centrales también bajaron sus tipos de interés oficiales, y algunos acordaron *swaps* con la Reserva Federal a fin de calmar las inquietudes en torno a una posible merma de la disponibilidad de dólares para instituciones financieras extranjeras. Los participantes en el mercado prorrogaron las horas de liquidación y colaboraron de muchas otras maneras para facilitar la distribución de liquidez.

Todos estos esfuerzos se vieron enormemente facilitados por los planes de emergencia elaborados dos años antes como parte de los preparativos para resolver los problemas informáticos relacionados con la adaptación al año 2000. Sin embargo, una deficiencia importante de estos planes fue el hecho de no poner a prueba los mecanismos de seguridad recíproca de los sistemas de comunicaciones. Algunos participantes habían dado por supuesto que aunque fallaran sus propios sistemas, los sistemas de sus contrapartes no tenían por qué fallar. Algunos ni siquiera tenían la información de contacto de sus





contrapartes en caso de emergencia en sus propias instalaciones secundarias. Además, las líneas telefónicas de muchos participantes pasaban por la misma centralita que sus líneas telefónicas principales, es decir, por el World Trade Center. La pérdida de los enlaces de comunicación interrumpió el proceso de negociación y liquidación durante varios días. Sin embargo, las iniciativas de los participantes, como por ejemplo compartir recursos, así como el trabajo fervoroso de los servicios públicos redujo el alcance de dichas perturbaciones.

Los atentados exacerbaron los temores de una fuerte corrección a la baja en los precios de las acciones. Antes de los atentados, la distribución a corto plazo de los rendimientos de las acciones incluida en los precios de las opciones sobre índices bursátiles ya presentaba un sesgo hacia la probabilidad de un gran descenso de los precios (véase el gráfico VI.2). La probabilidad percibida de este resultado aumentó de forma acusada inmediatamente después de los atentados y persistió hasta comienzos de octubre. En cuanto el precio de las acciones comenzó a recuperarse, la distribución de probabilidad se redujo, señalando un nivel general de incertidumbre más bajo, aunque los precios de las opciones siguieron indicando cierto sesgo hacia una caída significativa de los precios.

Cuando se desató la presión de venta que se había acumulado durante los días en que estuvieron cerradas las bolsas de Estados Unidos se produjeron volúmenes de negociación sin precedentes tras la reapertura (véase el gráfico VI.2). A pesar de ello, la negociación no sobrepasó la capacidad de las bolsas. La mayoría de los demás mercados también recuperó su funcionamiento prácticamente normal una semana después de los atentados. La volatilidad intradía del tipo de interés de los fondos federales se mantuvo excepcionalmente alta hasta octubre, pero el tipo de interés efectivo nunca se situó muy por encima del objetivo. El mercado de *repos* fue el último en volver a la normalidad, ya que allí persistieron hasta octubre los altos niveles de transacciones fallidas, que, de hecho,

No se verificaron los enlaces de seguridad

El mercado de *repos* fue el último en recuperar su funcionamiento normal

aumentaron durante las semanas inmediatamente posteriores a los atentados, debido a la escasez de emisiones recientes (“on-the-run”) utilizadas normalmente como colateral. La situación comenzó a mejorar el 4 de octubre, cuando el Tesoro de Estados Unidos vendió, en una subasta no programada, cantidades adicionales de pagarés de reciente emisión a diez años. A mediados de octubre, el índice de incumplimiento del mercado de *repos* había bajado a niveles moderados.

Las repercusiones del caso Enron

La quiebra de Enron en sí no alteró a los mercados energéticos

Enron Corporation, uno de los mayores participantes en los mercados de energía, se declaró en quiebra en diciembre de 2001. A diferencia del 11 de septiembre, el impacto inmediato de este acontecimiento sobre la estabilidad y la liquidez de los mercados en los que había operado fue, según la mayoría de las informaciones, insignificante. La negociación pasó rápidamente de Enron a sus rivales. Muchas empresas declararon pérdidas debido a sus posiciones frente a Enron. Sin embargo, debido en gran medida a la mejora en la gestión de los riesgos de contrapartida en los últimos años y la evolución de mercados de derivados de crédito, estas pérdidas fueron controlables y no afectaron a la solvencia de otras empresas. El empleo satisfactorio de pagarés vinculados a instrumentos crediticios y otros derivados sobre créditos para cubrir posiciones frente a Enron, junto con la fácil liquidación de la mayoría de estos contratos, lograron reforzar el interés de los participantes en el mercado en tales instrumentos.

Distintos estratos de supervisión empresarial fracasaron conjuntamente

Un aspecto significativo de las circunstancias que rodean al colapso de Enron fue el hecho de que parecieron fallar simultáneamente distintos estratos de la supervisión empresarial. Ni el consejo de administración, ni los auditores externos, ni los analistas bursátiles, ni las agencias de calificación crediticia, ni los acreedores, ni los inversionistas supieron llevar a cabo una evaluación crítica para averiguar de qué forma obtenía la dirección de Enron un crecimiento de los beneficios ostensiblemente elevado. En concreto, fueron pocos los que pusieron realmente en tela de juicio la verdadera naturaleza de las diversas transacciones extracontables que servían para ocultar las crecientes pérdidas de la empresa.

El mercado reaccionó frente al posterior escándalo

El fracaso simultáneo de los diversos componentes de la supervisión empresarial señala la existencia de un factor impulsor común, a saber, la tendencia a agudizarse de los conflictos de intereses en el proceso informativo cuando una empresa o el conjunto del mercado obtiene resultados muy positivos. Los mercados actuales han desarrollado un sistema de control y equilibrio para proteger la integridad del proceso informativo (véase el epílogo de este capítulo). En el caso de Enron, este sistema se vino abajo. Es interesante observar que la reacción del mercado bursátil ante la quiebra de la sociedad a comienzos de diciembre no fue en absoluto tan grave como la respuesta de finales de enero ante las noticias de que la sociedad de auditoría de Enron había destruido documentos, o la reacción a comienzos de febrero frente a un informe que detallaba cómo Enron se había valido de asociaciones y sociedades de gestión especializadas para inflar los beneficios y ocultar las pérdidas, por lo que empezó a descontar el riesgo contable en el

precio de las acciones. El mercado castigó especialmente a las acciones de grandes sociedades con informes financieros relativamente opacos (véase el gráfico VI.3, panel de la derecha).

Los mercados bursátiles

Durante la mayor parte de 2001, los inversionistas bursátiles mostraron un enorme optimismo, primero intentando minimizar la evidente desaceleración, y luego anticipando con entusiasmo una fuerte recuperación. Aunque los puntos de vista cambiantes sobre el alcance y el grado de la recesión y sus consecuencias para los beneficios empresariales hicieron oscilar los precios en los mercados bursátiles (véase el gráfico VI.3, panel de la izquierda), en general, se mantuvo un alto nivel de confianza, gracias en gran medida a la fe en la efectividad de la política monetaria. Sin embargo, no fue la macroeconomía, sino la contabilidad, lo que minó la confianza en última instancia. En los primeros meses de 2002, el mayor escepticismo sobre la fiabilidad de la transparencia de la situación financiera de las empresas tras el colapso de Enron aumentó la incertidumbre sobre el precio de las acciones. Sin embargo, a principios de 2002, la relación entre valoración de mercado y beneficios alcanzó niveles sin precedentes. Teniendo en cuenta la caída de los beneficios (motivada por el reconocimiento de pérdidas excepcionales) y el aumento de la prima de riesgo de las acciones (debido a los recelos sobre el estado financiero), las valoraciones mostraron un pertinaz optimismo sobre el crecimiento de beneficios futuros.

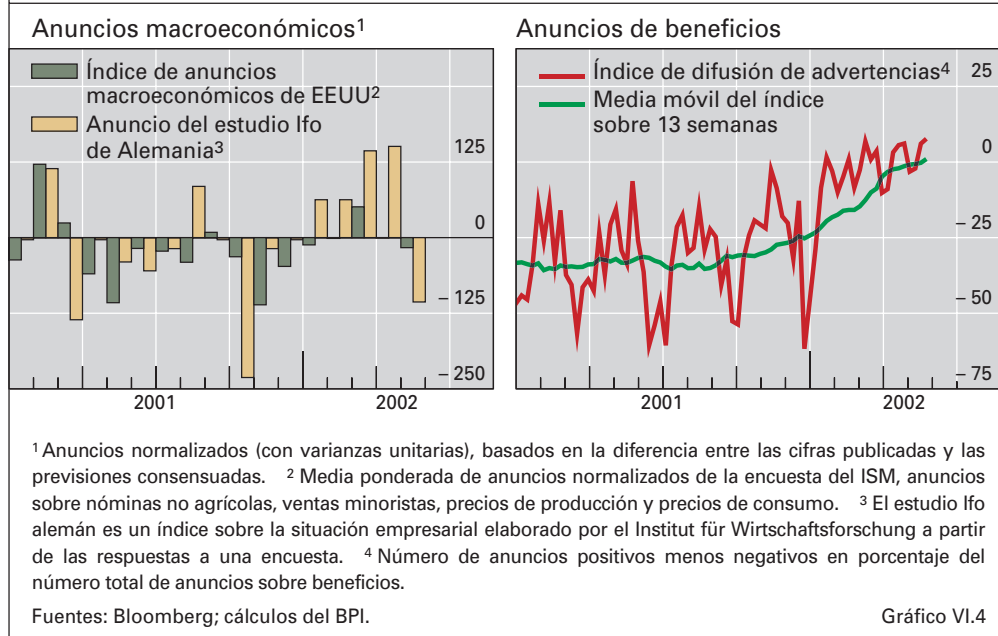
Adaptación al ciclo económico

El mercado bursátil tardó en adaptarse a la desaceleración económica mundial. Tras una corrección de un año de duración, en abril de 2001, el mercado fue testigo de un repentino aumento de precios desencadenado principalmente por la convicción de que una posible recesión iría precedida de una relajación de la política monetaria. Durante el verano, el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas y una serie de informes de beneficios empresariales decepcionantes lograron convencer a los inversionistas de que la desaceleración económica era real y de que el sector empresarial no podría evitarla (véase el gráfico VI.4). Los sectores tecnológicos sufrieron nuevamente un duro golpe, ya que sus primeras valoraciones habían sido más excesivas que las de los demás sectores (véase el 71º Informe Anual) y sus pérdidas contables fueron extraordinariamente grandes. En un primer momento, se confiaba en que Europa no se vería tan afectada como Norteamérica, pero esta posibilidad se desvaneció ante los decepcionantes datos económicos publicados, especialmente el estudio Ifo alemán durante los meses de verano. Por consiguiente, los mercados de acciones europeos se mantuvieron estrechamente correlacionados con los de Estados Unidos durante el periodo examinado.

La desaceleración no se tomó en serio hasta el verano

Los índices bursátiles alcanzaron su mínimo en las dos semanas siguientes a los atentados terroristas en Estados Unidos. En un primer momento, estos sucesos intensificaron el temor a una desaceleración

Escrutinio de la información pública



Los precios tocaron fondo a finales de septiembre

económica mundial prolongada y produjeron una huida generalizada hacia activos seguros. Sin embargo, los precios de las acciones comenzaron a repuntar durante la semana siguiente a la reapertura de los mercados de Nueva York. Los inversionistas se sintieron alentados por la relajación coordinada de la política monetaria a escala mundial y por los acontecimientos políticos favorables. Los atentados habían creado una incertidumbre meramente transitoria, si bien de grado extremo, ya que una gran parte de esa incertidumbre se disipó poco después de que los mercados reanudaran sus operaciones.

Después, los mercados se recuperaron rápidamente, a pesar de los anuncios macroeconómicos negativos ...

En octubre, la opinión del mercado pareció cambiar aún más, cuando el repunte inicial de un mercado con capacidad de reacción se convirtió en una recuperación que duró hasta finales de año. Los mercados empezaron a descontar la recuperación a pesar de las noticias, negativas en su mayoría, procedentes de los anuncios macroeconómicos, a los que se prestó especial atención. Los inversionistas parecieron estar más tranquilos tras la relajación monetaria, la estabilidad de los indicadores macroeconómicos y las buenas noticias de que el PIB de Estados Unidos había crecido tímidamente en el cuarto trimestre. Los éxitos militares de la coalición antitalibán en Afganistán aplacaron los temores de que el conflicto en ese país pudiera resultar prolongado y desestabilizador. Los anuncios de beneficios empresariales durante el primer trimestre de 2002 —al contrario que durante la mayor parte de 2001— tendieron a mostrar un mejor equilibrio entre anuncios positivos y negativos con respecto a las predicciones de los analistas.

... pero las revelaciones sobre el caso Enron impactaron en los inversionistas a principios de 2002

Paradójicamente, cuando los datos de las perspectivas mundiales se tornaban más positivos, el mercado bursátil comenzó a flaquear de nuevo. En enero y febrero de 2002, los datos de inexactitudes en los balances financieros públicos de varias empresas prominentes crearon escepticismo sobre la integridad de la información empresarial, lo cual debilitó la

confianza de los participantes en el mercado y contribuyó a poner fin a la recuperación. Si bien las prácticas contables de Enron fueron tal vez las más llamativas, no fue éste el único caso en el que se intentó alterar la declaración de beneficios. Por ejemplo, la quiebra de Global Crossing en diciembre puso de relieve la práctica de utilizar contratos de trueque de capacidad de las redes de telecomunicaciones para inflar artificialmente los ingresos declarados. La primera reacción de los inversionistas fue una amplia liquidación generalizada de posiciones en los mercados bursátiles, lo que produjo descensos en los principales índices bursátiles a finales de enero y comienzos de febrero.

En Japón, la debilidad del sistema financiero nacional y la percepción de falta de progreso en los intentos de reforma ejercieron una fuerte influencia sobre las valoraciones. La caída de los principales índices bursátiles japoneses desde mayo hasta septiembre, aunque paralela a las bajadas registradas en otros mercados mundiales, fue mucho más pronunciada. La encuesta *Tankan* publicada en julio ponía de manifiesto una economía sorprendentemente débil y las noticias posteriores sobre el empeoramiento de las perspectivas mundiales, parecieron traer mayor pesimismo a Tokio que a ninguno del resto de los principales mercados. Después de septiembre, los mercados bursátiles japoneses no participaron en la recuperación mundial, y el índice Nikkei alcanzó su nivel más bajo de los últimos 18 años a comienzos de febrero de 2002. Irónicamente, es posible que la quiebra de una gran empresa de construcción a finales de mes desencadenara la recuperación del mercado durante el mes de marzo. Los inversionistas esperaban que la sociedad fuera rescatada y tal vez tomaron su quiebra como una señal de que pronto sobrevendrían serios esfuerzos de reestructuración empresarial y financiera.

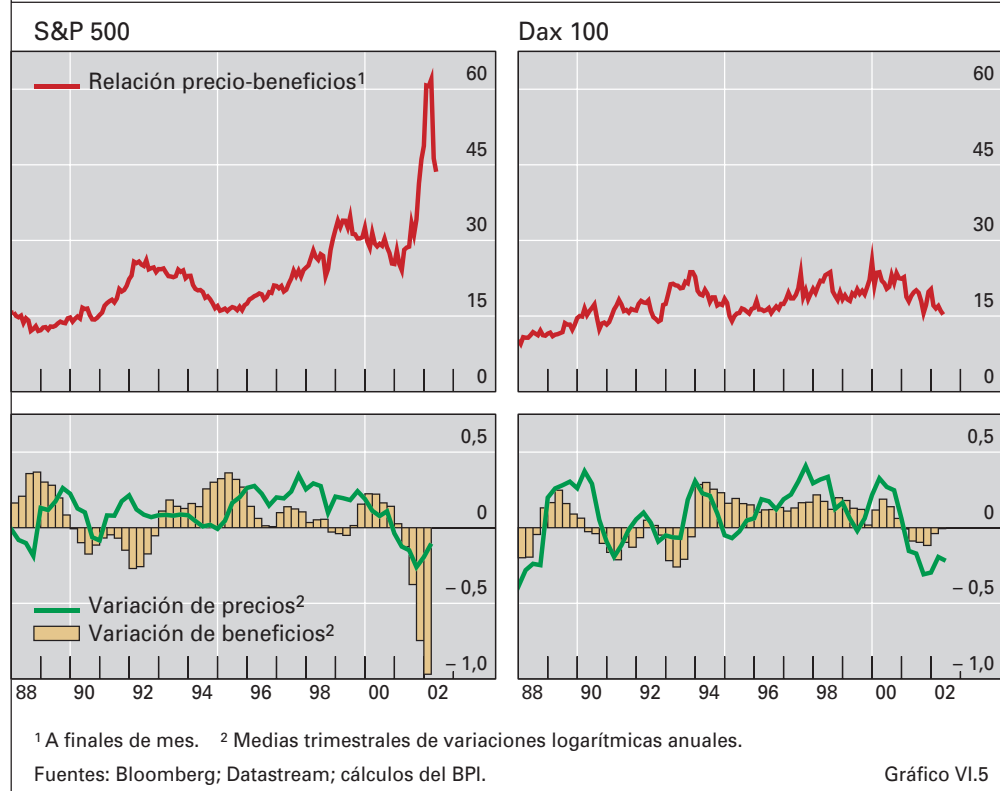
Las acciones japonesas no participaron en la recuperación mundial

Optimismo duradero en medio de alta volatilidad

A pesar de la extraordinaria corrección que había tenido lugar desde abril de 2000, los precios de las acciones siguieron impulsados por las expectativas de altas tasas de crecimiento de los beneficios. El coeficiente precio/beneficios en Estados Unidos se mantuvo muy alto en 2001 con respecto a sus niveles históricos, con unos beneficios que disminuían más que los precios (véase el gráfico VI.5). Las cifras europeas fueron más moderadas, ya que los precios bursátiles cayeron más que en Estados Unidos y los beneficios se redujeron en menor medida. Esta relación tan elevada se debió, en parte, a los bajos niveles de tipos de interés reales, aunque también a las expectativas de mayores beneficios, ya que los precios de las acciones suelen anticipar la recuperación de los beneficios al final de una recesión. Por ejemplo, el coeficiente precio/beneficios aumentó en Estados Unidos en los años 1991–92 y en Alemania en 1993. Sin embargo, los niveles alcanzados por los indicadores estadounidenses en 2001 y 2002 no tienen precedentes. A finales de 2001, el índice bursátil S&P 500 se negociaba a 49 veces el nivel de beneficios, lo que equivale a más del triple del valor medio de 14 alcanzado en 1970–95. A finales de marzo de 2002, este coeficiente alcanzó un nivel de 62.

Continuaron las altas valoraciones

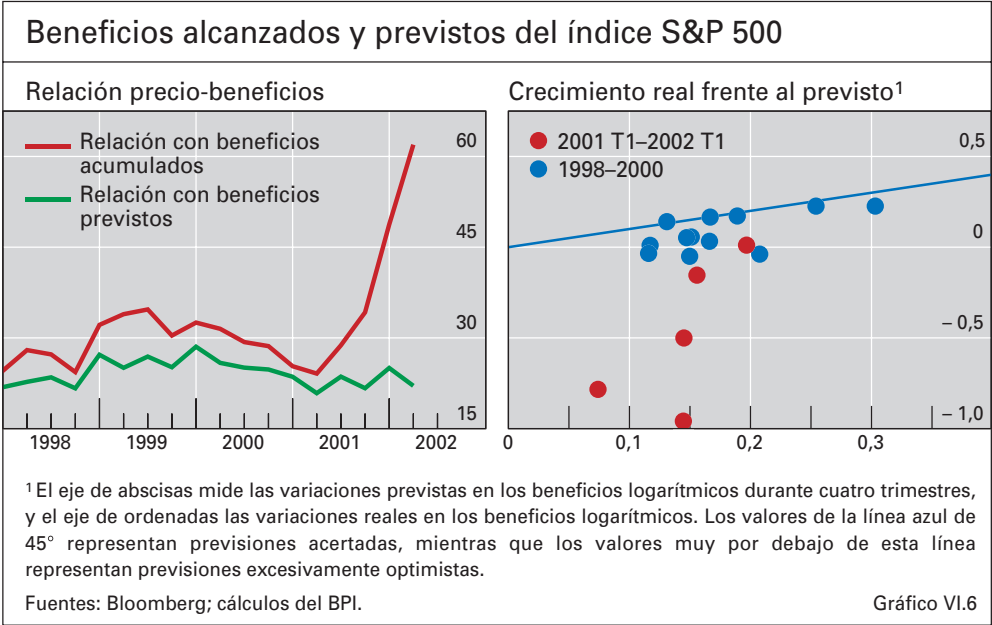
Mercados bursátiles: precios y beneficios



Los beneficios cayeron rápidamente por el reconocimiento de pérdidas contables excepcionales ...

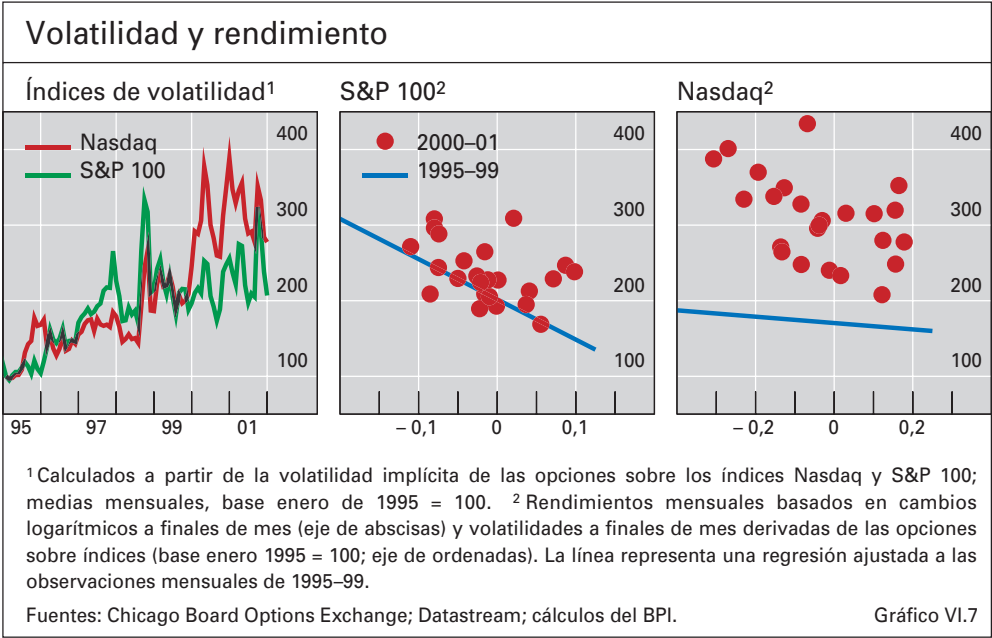
... pero las valoraciones se mantuvieron elevadas por otros motivos

Los elevados coeficientes de Estados Unidos también reflejaban una serie de minusvalías excepcionales sin precedentes, lo que causó el desplome de las mediciones contables del beneficio neto. Durante el año 2001, incluso las sociedades con balances y perspectivas de beneficios relativamente fuertes decidieron reconocer que una parte considerable de sus inversiones pasadas, especialmente las numerosas adquisiciones financiadas mediante canjes de acciones ordinarias, habían resultado ser fracasos muy caros. Por ello, algunos inversionistas se concentraron en las variables de previsión, como el flujo de caja o los beneficios operativos por acción, en lugar de guiarse por las medidas contables del beneficio que incorporan la pérdida de valor de los activos. La decisión de confiar en estas medidas implicaba que en el futuro sería mucho menos probable volver a tomar decisiones de inversión tan malas como las anteriores. Los coeficientes precio/beneficios basados en las ganancias previstas, que incorporaban expectativas de una sólida recuperación de la rentabilidad, fueron más moderados que las que se basaban en las ganancias anteriores (véase el gráfico VI.6). Aun así, estas cifras fueron también elevadas comparadas con la experiencia histórica, teniendo en cuenta el nivel del tipo de interés real y la prima de riesgo a los que dieron lugar los problemas de información relacionados con Enron. Además, el crecimiento real de los beneficios durante los últimos años ha tendido situarse por debajo de los niveles esperados. Después de una época con mercados en alza, en los que aparentemente se maquillaban a menudo los beneficios para que superaran ligeramente las expectativas, en 2001 y a comienzos de 2002 estas cifras parecían no poder sostenerse.



La incertidumbre sobre las valoraciones, junto con la tendencia de los participantes del mercado a reaccionar con ímpetu ante cualquier atisbo de noticias positivas o negativas, produjo un alto grado de volatilidad diaria en los mercados bursátiles. Por ejemplo, en abril de 2001, la noticia de que Dell Computer Corporation alcanzaría su muy reducida estimación de beneficios hizo subir el índice Nasdaq un 9% y el MSCI World Index un 3% en un sólo día. Esta tendencia se refleja en los niveles de volatilidad implícita en los precios de las opciones sobre índices bursátiles (véase el gráfico VI.7). Este aumento de la volatilidad no fue motivado simplemente por la caída de los precios de las acciones. Mientras que en años anteriores la volatilidad implícita tendió a ser mayor cuando los precios bajaban, en 2000 y 2001 la volatilidad se elevó muy por encima de lo que hubiera sido de esperar

Incluso cuando los mercados eran fuertes, aumentaron los peligros percibidos



teniendo en cuenta la relación anterior entre la volatilidad y la evolución de los precios. Así ocurrió claramente con el índice Nasdaq, integrado por un gran número de empresas tecnológicas.

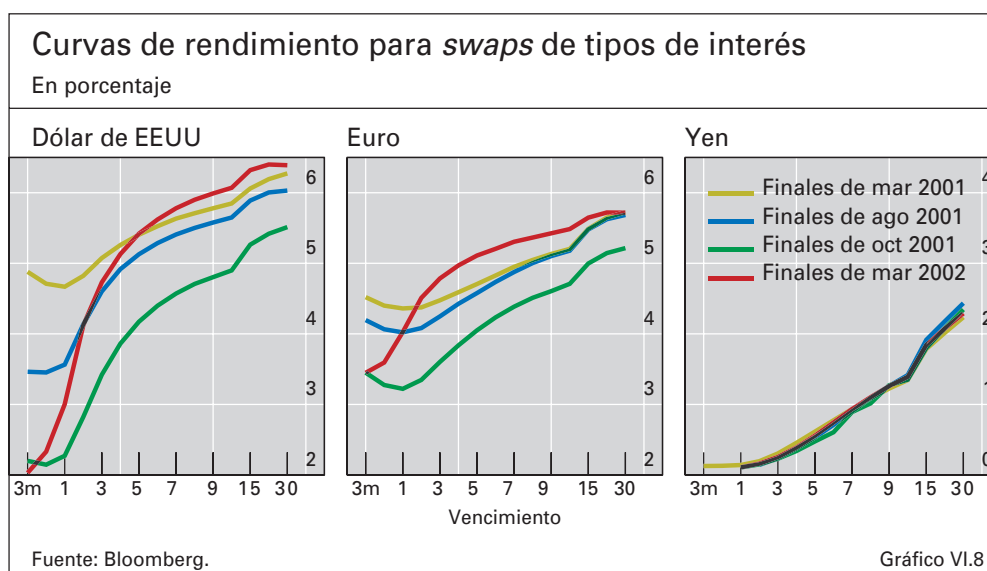
Los mercados de renta fija

Los mercados de bonos alternaron entre el optimismo y el pesimismo en 2001 y durante los primeros meses de 2002, a medida que lo hacían los mercados de acciones. Ante una inflación relativamente estable, los niveles de rendimiento de los *swaps* se vieron influidos por las expectativas sobre la duración y el alcance de la desaceleración mundial y sobre el momento en el que las políticas monetarias volverían a endurecerse. Los diferenciales de crédito, que permanecieron estables durante el primer semestre de 2001 cuando se esperaba que la recesión fuera breve y moderada, se ensancharon en el tercer trimestre cuando cundieron inquietudes acerca de una desaceleración económica más prolongada. No obstante, la mayoría de los prestatarios empresariales y soberanos no experimentaron mayores problemas al lanzar emisiones de deuda a largo plazo. El resistente mercado de bonos resultó ser un canal de financiación extremadamente importante hacia finales de 2001 y comienzos de 2002, cuando se produjo una reducción de los fondos disponibles en los mercados de deuda a corto plazo, debido a los altibajos en los mercados de efectos comerciales y a la creciente aversión al riesgo de los bancos comerciales.

Las curvas de rendimiento reaccionaron ante la política monetaria

Durante el periodo examinado, las curvas de rendimiento estuvieron dirigidas por las expectativas sobre cómo respondería la política monetaria ante la evolución macroeconómica. Las curvas del dólar y del euro registraron un descenso cuando empeoraron las noticias macroeconómicas, pero al mejorar las perspectivas adoptaron una pendiente alcista muy pronunciada (véase el gráfico VI.8). Los rendimientos de los *swaps* a largo plazo en dólares

Las curvas de rendimiento descendieron y repuntaron después ...



y euros se mantuvieron constantes durante el primer semestre de 2001, cuando se esperaba una desaceleración económica relativamente breve y moderada. Entre julio y octubre, los rendimientos a largo plazo fueron bajando gradualmente a medida que los inversionistas se iban adaptando al empeoramiento de los anuncios macroeconómicos, hasta que después del 11 de septiembre, se refugiaron en los títulos que ofrecen seguridad y calidad. Como consecuencia de esta huida hacia la seguridad y de las renovadas expectativas de que la desaceleración económica llegase rápidamente a su término, se registró un rápido aumento de los rendimientos a largo plazo en noviembre y durante la primera quincena de diciembre. Estas expectativas reflejaban la confianza en una nueva relajación de la política monetaria de Estados Unidos. Por consiguiente, a comienzos de 2002, la curva de rendimientos denominados en dólares de Estados Unidos alcanzó su pendiente más pronunciada desde comienzos de 1994, aun cuando el nivel absoluto de los tipos de interés a largo plazo se mantuvo cerca de mínimos históricos. En la zona del euro, donde la política monetaria se relajó menos, el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos fue menos pronunciada.

... cuando los inversionistas apostaron por la influencia de una suavización monetaria

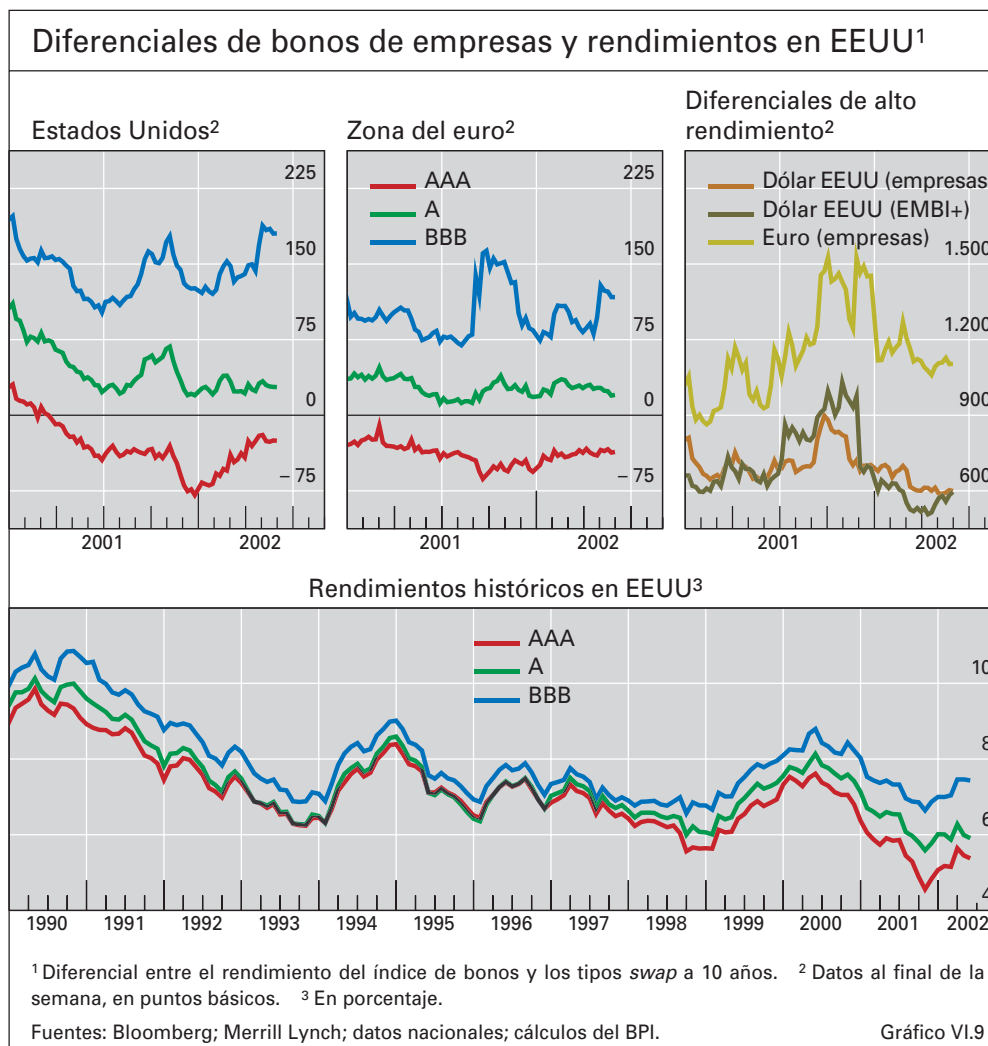
Entre las monedas principales, la curva de rendimientos del yen fue la única que se mantuvo prácticamente inalterada durante la mayor parte de 2001 y comienzos de 2002. Los tipos de interés a corto plazo se habían anclado en un nivel cercano a cero y los inversionistas no esperaban cambios significativos en la política monetaria japonesa en un futuro próximo, en vista de la continua debilidad del crecimiento de la economía. Otras consideraciones similares mantuvieron bajos los tipos de interés para los vencimientos más largos. Al mismo tiempo, los rendimientos a largo plazo siguieron episodios intermitentes de presión alcista en respuesta a la continua acumulación de deuda pública. Los inversionistas se mostraron mucho más cautos frente a los activos japoneses debido al empeoramiento de la situación fiscal y del lento avance de la reforma estructural, como pusieron de manifiesto las decisiones de las principales agencias calificadoras de rebajar la calificación crediticia de la deuda soberana de Japón.

La curva de rendimiento del yen no se modificó ...

El mercado de bonos empresariales demostró su capacidad de reacción

El mercado de bonos empresariales, caracterizado por una notable capacidad de recuperación, fue la nota positiva en los mercados financieros mundiales durante este periodo. Los diferenciales de crédito tendieron a estrecharse a medida que aumentaban los rendimientos de los índices de referencia, al vincular los inversionistas las perspectivas de mejora de la calidad crediticia de las emisiones empresariales con la posibilidad de una rápida recuperación del crecimiento (véase el gráfico VI.9, paneles superiores). En el primer semestre de 2001, los diferenciales se redujeron, ya que los inversionistas empezaron a mirar más allá de la contracción del crecimiento económico y el aumento de las tasas de incumplimiento, pues consideraban que estos datos ya se habían incorporado a los rendimientos de los bonos. En el tercer trimestre, cuando la desaceleración demostró ser más grave de lo previsto y siguieron aumentando los incumplimientos, se ampliaron los diferenciales

Los diferenciales de crédito empresariales se estrecharon ...



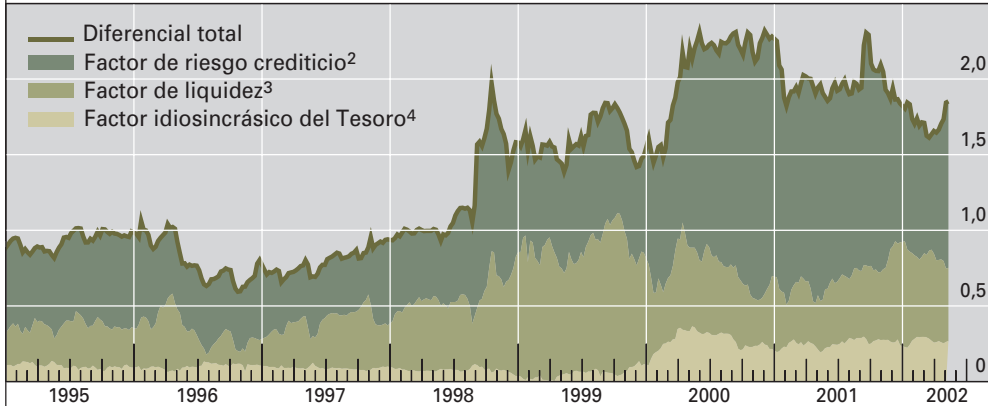
... aunque se mantuvo cierto escepticismo

de prácticamente todas las clases de riesgo, pero no volvieron a reducirse hasta noviembre cuando, se recuperó el optimismo. Por ello, en septiembre de 2001, los costes generales del endeudamiento empresarial descendieron hasta alcanzar niveles sin precedentes en términos nominales, y posteriormente registraron un aumento apenas moderado (véase el gráfico VI.9, panel inferior). A pesar de estas condiciones, no desaparecieron ciertos ámbitos de escepticismo, como demuestra el aumento de la brecha entre los instrumentos con calificación BBB y A. Las inquietudes relacionadas con la solidez de los balances empresariales y la fiabilidad de la información financiera facilitaron un nuevo aumento de los diferenciales en los primeros meses de 2002.

Las rotaciones de los diferenciales crediticios empresariales en 2001 y 2002 parecen deberse, al menos en parte, al aumento de la prima de liquidez, que encubría un descenso gradual del precio del riesgo crediticio *per se*. Esto puede verse en el desglose del diferencial entre los bonos empresariales denominados en dólares de Estados Unidos con calificación BBB y los bonos del Tesoro, en tres componentes: el riesgo crediticio, la liquidez y la prima única que pagan los inversionistas por los títulos de emisión reciente (“on-the-run”) del Tesoro (véase el gráfico VI.10). El precio de mercado del riesgo

Desglose de diferenciales de bonos empresariales

Factores de riesgo que afectan a los diferenciales de bonos BBB, en puntos porcentuales¹



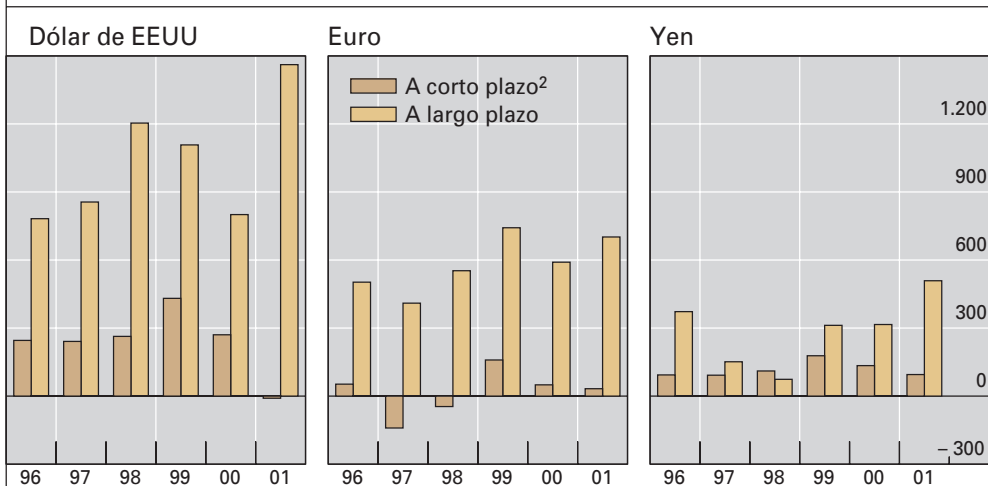
¹ Diferencial del bono empresarial BBB de Merrill Lynch de 7 a 10 años frente a rendimientos de títulos recientes ("on the run") del Tesoro. ² Prima por asumir riesgo crediticio. ³ Prima que los inversionistas están dispuestos a pagar por la mayor liquidez de los títulos del Tesoro recientes ("on the run") frente a los títulos del Tesoro menos líquidos ("off the run"). ⁴ Prima que se asigna solamente a los títulos del Tesoro, y que refleja las ventajas de tener títulos del Tesoro frente a otros activos.

Fuentes: V. Reinhart y B. Sack, "The changing information content of market interest rates", *BIS Quarterly Review*, junio de 2002; cálculos más recientes de B. Sack; Merrill Lynch. Gráfico VI.10

crediticio cayó gradualmente desde un nivel cercano a 150 puntos básicos a comienzos de 2001, hasta alcanzar aproximadamente 80 puntos básicos en el primer trimestre de 2002, con un breve repunte en septiembre. Esta mejora más o menos sostenida invirtió el pronunciado aumento de las primas de riesgo crediticio que acompañó al estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000. Sin embargo, los diferenciales de medición convencional ocultaron la caída del precio del riesgo crediticio, al coincidir con un sostenido aumento

Emisión neta de títulos de deuda según su vencimiento¹

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Instrumentos y bonos del mercado monetario emitidos en mercados nacionales e internacionales.

² Instrumentos con vencimiento original de un año o menos.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Dealogic; Euroclear; International Securities Market Association; Thomson Financial Securities Data; datos nacionales; BPI. Gráfico VI.11

de la prima de rendimiento que exigen los inversionistas por tener títulos menos líquidos.

La financiación a largo plazo a través de los mercados de bonos fue muy fuerte

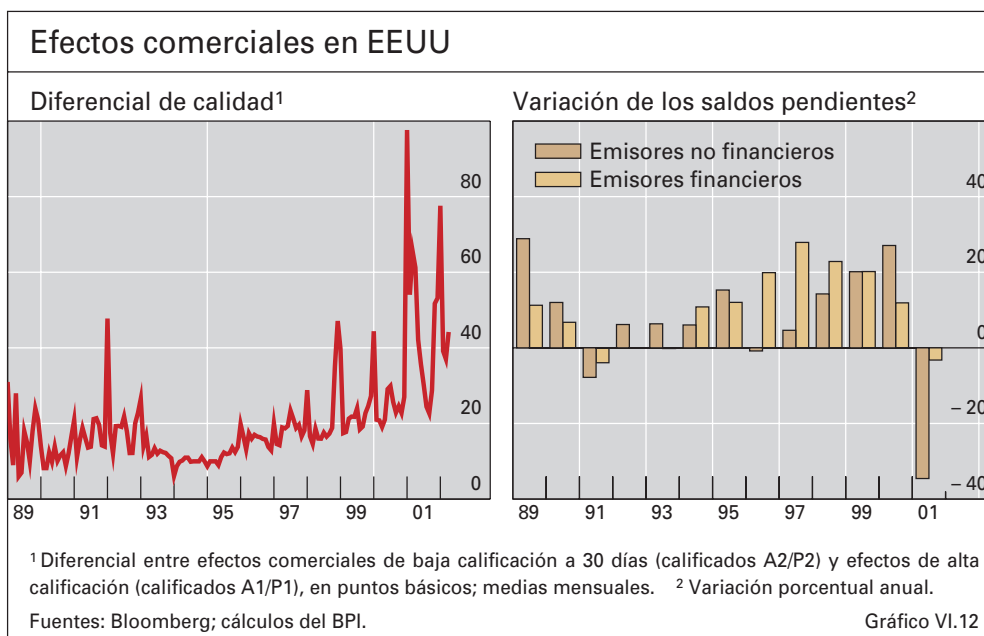
A pesar de la desaceleración económica y de aumentos ocasionales de los diferenciales, la financiación a través de los mercados de bonos a largo plazo funcionó bien durante la mayor parte de 2001 (véase el gráfico VI.11). Esta tendencia se percibió principalmente en el mercado denominado en dólares de Estados Unidos, en el que la actividad de las empresas empujó la emisión neta de títulos a largo plazo hasta nuevos máximos. El mercado de bonos empresariales en euros siguió afianzándose, incentivado por la fuerte emisión de las empresas de telecomunicaciones y fabricantes de coches. En Japón, el considerable nivel de endeudamiento del Estado favoreció el crecimiento del mercado de bonos.

Los prestatarios pasaron de deuda a corto plazo a deuda a largo plazo

Parte de la emisión de deuda a largo plazo se debió al abandono de la deuda a corto plazo por parte de los prestatarios. La desaceleración económica y la consiguiente reducción de la necesidad de capital circulante para las empresas explican parcialmente el descenso de emisiones a corto plazo. Además, los rendimientos de los instrumentos a largo plazo, históricamente escasos, motivaron a los prestatarios para alargar los vencimientos de su deuda. Al mismo tiempo, algunas importantes sociedades de Estados Unidos vieron desaparecer su acceso al mercado de efectos comerciales debido a rebajas en su calificación crediticia, pero descubrieron que aún podían conseguir financiación en el mercado de bonos de empresa. En la zona del euro, las empresas canjearon los créditos puente a corto plazo adquiridos en 2000 y 2001 para financiar fusiones y adquisiciones y para comprar licencias de telefonía móvil de tercera generación.

El mercado de efectos comerciales se contrajo debido a preocupaciones crediticias ...

En Estados Unidos, las difíciles condiciones de financiación en el mercado de efectos comerciales obligaron a muchos prestatarios a reducir su dependencia de este canal para la obtención de fondos. Los impagos del servicio público de electricidad de California en enero de 2001 sorprendieron a muchos inversionistas del mercado de efectos comerciales y aumentaron su vulnerabilidad al riesgo crediticio, lo que a su vez acentuó las reacciones de los mismos ante el creciente número de revisiones a la baja de calificaciones crediticias en 2001. Siendo éste un mercado donde los principales compradores —a saber, los fondos de inversión en activos del mercado monetario—, tiene absolutamente prohibido mantener más del 5% de sus carteras en títulos que no sean de primera calidad, las rebajas de la calificación crediticia y los impagos redujeron aún más la escasa demanda existente. La mayor aversión al riesgo de crédito contribuyó a que se produjeran diferenciales excepcionalmente amplios y volátiles en el mercado de efectos comerciales denominados en dólares de Estados Unidos (véase el gráfico VI.12). La magnitud del descenso en la emisión de efectos comerciales da una idea de lo extraordinarias que resultan las dificultades por las que atraviesa este mercado. Mientras que durante la anterior recesión estadounidense en 1991 la cantidad de efectos comerciales pendientes emitidos por empresas no financieras cayó un 8%, en 2001 la caída fue de



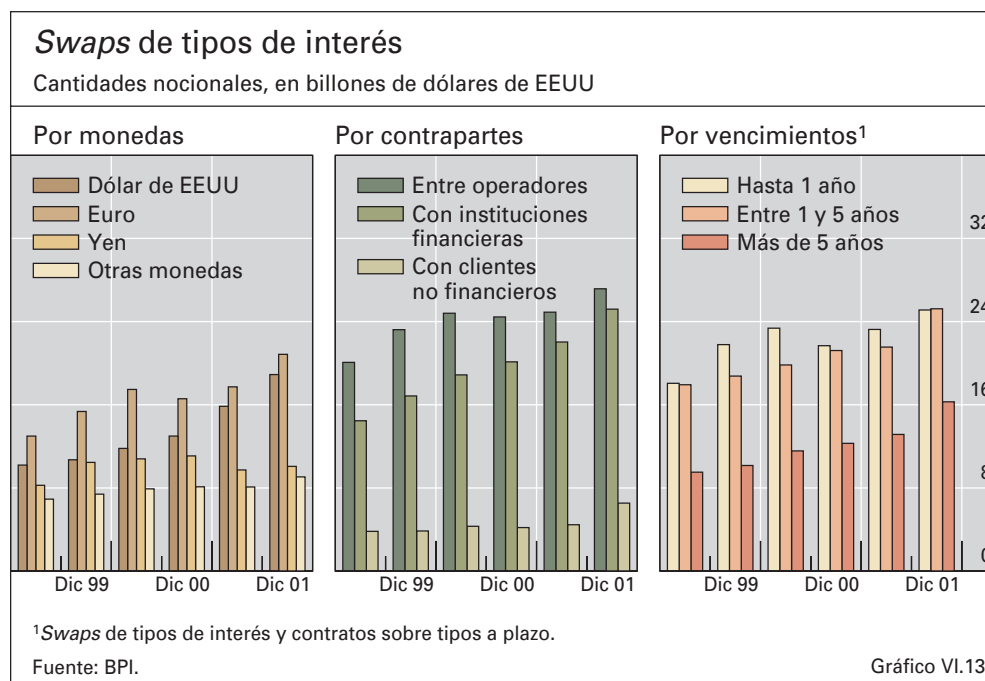
un 35%. Los prestatarios también fueron acudiendo en mayor número al mercado de efectos comerciales respaldados por activos, donde el uso de efectos a cobrar como colateral reduce la importancia del riesgo de crédito.

El hecho de que los principales bancos se mostrasen cada vez más reacios a extender las facilidades crediticias que habían concedido en el pasado para respaldar programas de emisión de efectos comerciales, vino a agravar los problemas de este mercado. Anteriormente los bancos habían tendido a gravar estas líneas con diferenciales crediticios reducidos, con la esperanza de conseguir suscripciones, asesoría y otros negocios más rentables de los emisores. El riesgo de esta estrategia se hizo demasiado evidente cuando varios prestatarios de alto rango, al verse forzados a renunciar al mercado de efectos comerciales, acudieron a líneas de crédito con diferenciales muy por debajo de los tipos de mercado. El principal proveedor de estas líneas anunció a continuación su retirada del negocio. Irónicamente, estas facilidades de crédito se habían creado en los años 70 para aliviar los problemas de financiación en el mercado de efectos comerciales, que era propenso a bloquearse. Para 2001, estas facilidades subsidiarias se habían convertido en un requisito *de facto* para la emisión de efectos comerciales y, por tanto, su retirada sólo consiguió exacerbar la estrechez del mercado.

Algunos emisores de deuda a largo plazo decidieron seguir pagando tipos de interés a corto plazo mediante la formalización de contratos *swap* sobre tipos de interés, apoyando así el crecimiento de los segmentos a medio y largo plazo de este mercado (véase el gráfico VI.13). La demanda adicional de agentes en busca de financiación a tipo fijo contribuyó a un estrechamiento de los diferenciales de los *swaps* en dólares y euros frente a los títulos del Estado en el primer trimestre de 2002. Sin embargo la parte del mercado con contrapartidas no financieras se mantuvo bastante reducida.

... y a la retirada de facilidades de crédito de respaldo bancarias

Algunas emisiones cambiaron tipos de interés fijos por variables



Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes

La capacidad de recuperación demostrada por los principales mercados financieros durante el periodo examinado quedó también de manifiesto en los mercados emergentes. A pesar de la desaceleración mundial y de los problemas financieros en Argentina y en Turquía, la mayoría de los prestatarios encontraron condiciones de financiación externa favorables, con diferenciales crediticios estables e incluso contrayéndose. No obstante, los flujos de deuda hacia los mercados emergentes se mantuvieron prácticamente inalterables. La emisión neta de títulos de deuda internacional por parte de los mercados emergentes ascendió a un total de 45 mil millones de dólares en 2001, cifra comparable al promedio de emisiones durante el periodo 1998–2000, y los reintegros a bancos extranjeros siguieron superando los préstamos nuevos, lo que produjo una contracción de 14 mil millones de dólares en préstamos transfronterizos. Los flujos de deuda se vieron afectados por la reticencia de los inversionistas a invertir en las economías en crisis, así como por la débil demanda de financiación externa de los países asiáticos y exportadores de petróleo. Los prestatarios con mejor calificación no tuvieron dificultades para encontrar financiación en los mercados de bonos internacionales, pero el acceso a la financiación externa resultó más difícil para aquellos que tenían calificaciones más bajas.

Contagio limitado a pesar de graves crisis

Los bancos y los inversionistas en bonos redujeron drásticamente el crédito a los países afectados por la crisis. Durante el año 2000, las entidades turcas, especialmente los bancos, habían sido los mayores prestatarios del mercado emergente en el sector de préstamos sindicados, mientras que el gobierno argentino fue el principal emisor en el mercado de bonos internacionales. En 2001, el acceso al mercado de estos países se deterioró considerablemente.

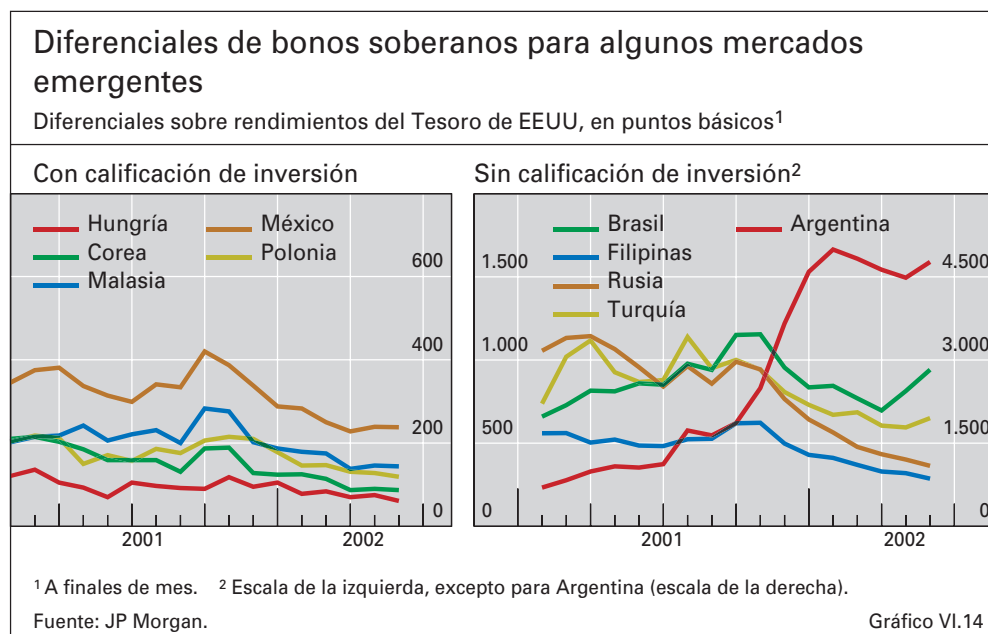
Drástica reducción del crédito para Turquía y Argentina

Los diferenciales de la deuda turca fueron elevados y volátiles hasta finales de año. Por su parte, los de la deuda argentina registraron aumentos sustanciales en varias ocasiones, produciéndose los más significativos en julio, después de una subasta de deuda estatal con suscripción muy escasa, y en noviembre, cuando el gobierno anunció una reestructuración de la deuda en manos de residentes (véase el gráfico VI.14). A finales de 2001, Turquía comenzó a recuperar su acceso al mercado, tras el fortalecimiento del programa acordado con el FMI, pero se interrumpió la financiación privada y oficial para Argentina. Los bancos internacionales redujeron los préstamos transfronterizos concedidos a Turquía en un 24% durante 2001, y a Argentina en un 12%. Un dato que ilustra mejor las dificultades por las que atravesó Argentina fue la masiva repatriación de los activos extranjeros que tenían los bancos locales, a fin de satisfacer la necesidad de liquidez en dólares. Entre finales de 2000 y finales de 2001, el volumen de depósitos colocados en bancos en el extranjero por bancos de Argentina cayó de 23 mil a 6 mil millones de dólares.

Otros países también se enfrentaron a condiciones de financiación difíciles durante el periodo examinado, siendo particularmente vulnerables aquellos con una elevada carga del servicio de su deuda o con otros problemas internos. Las presiones financieras y económicas en Uruguay se vieron agravadas por los acontecimientos en Argentina y produjeron la pérdida de la tan codiciada calificación de inversión. Los diferenciales de la deuda de Venezuela aumentaron a medida que los inversionistas perdían confianza en las políticas gubernamentales, y se redujeron tras la flotación del bolívar en febrero de 2002.

Los episodios de contagio fueron de corta duración y generalmente limitados. La presión de venta afectó a un número sorprendentemente alto de mercados emergentes en julio, incluidos Brasil y Sudáfrica, en respuesta a la pobre suscripción de la subasta de Argentina. Asimismo, la fuga mundial

Contagio limitado en julio y septiembre ...



hacia títulos de calidad que se produjo inmediatamente después del 11 de septiembre hizo aumentar los diferenciales crediticios para muchos prestatarios de mercados emergentes. Sin embargo, en ambos casos, la revisión de los precios del riesgo crediticio resultó pasajera y volvieron a registrarse las tendencias observadas antes de cada episodio, caracterizadas por una cuidadosa elección por parte de los inversionistas entre mercados emergentes. Por ejemplo, a mediados de octubre, los diferenciales de los bonos brasileños ya se habían desvinculado de los diferenciales argentinos. El aumento de los diferenciales brasileños en el segundo semestre de 2002 reflejó, en gran medida, la incertidumbre política del país.

El incumplimiento del gobierno argentino a finales de año tuvo pocas consecuencias inmediatas para otros mercados emergentes. Como se explica en el capítulo V, la larga anticipación de la crisis, la retirada de inversionistas altamente apalancados de los mercados emergentes, y la adopción por muchos países de tipos de cambio flexibles, contribuyeron a contener el contagio. Además, el menor número de inversionistas “cruzados” en el mercado actual (inversionistas cuyas carteras consisten principalmente en bonos con calificación de inversión, pero que están autorizados a tener pequeñas cantidades de instrumentos de deuda de más baja calidad) debilitó los vínculos entre varios mercados financieros. Mientras que los inversionistas cruzados tienden a abstenerse de toda una gama de activos durante periodos de volatilidad, los inversionistas “dedicados” que tienen exclusivamente activos del mercado emergente se concentran en la solvencia relativa de los países. La decisión de los inversionistas dedicados de retirarse de los activos argentinos y participar en otros mercados emergentes explica en parte la reducción de los diferenciales de la deuda brasileña y mexicana, aun cuando los diferenciales argentinos se disparaban.

Los inversionistas en bonos regresaron antes que los prestatarios

Al contrario que en los países en crisis, los inversionistas fueron receptivos a las emisiones de deuda por prestatarios sólidos o en proceso de mejora durante la mayor parte del periodo examinado. Los diferenciales del crédito para prestatarios con calificación de inversión tales como Corea, Malasia y México fueron estables o incluso se redujeron durante 2001 y la primera parte de 2002 (véase el gráfico VI.14). México reemplazó a Turquía como mejor prestatario emergente del mercado bancario internacional en 2001. Algunos prestatarios con menor calificación pero con variables fundamentales en vías de fortalecimiento (como Filipinas y Rusia) vieron crecer su acceso a los mercados de deuda internacionales. El volumen de préstamos transfronterizos concedidos a los emisores rusos, que había caído un 40% en los tres años siguientes a la moratoria sobre la deuda estatal de agosto de 1998, aumentó un 7% en el segundo semestre de 2001. Por otra parte, varios emisores soberanos (como Egipto, Perú y la República Dominicana) utilizaron los mercados de bonos internacionales por primera vez en décadas o, incluso en su historia.

Polonia, Hungría y otros países que están negociando su acceso a la Unión Europea siguieron gozando de considerables flujos de entrada en sus

... que posteriormente se tradujo en ventajas para otros mercados emergentes

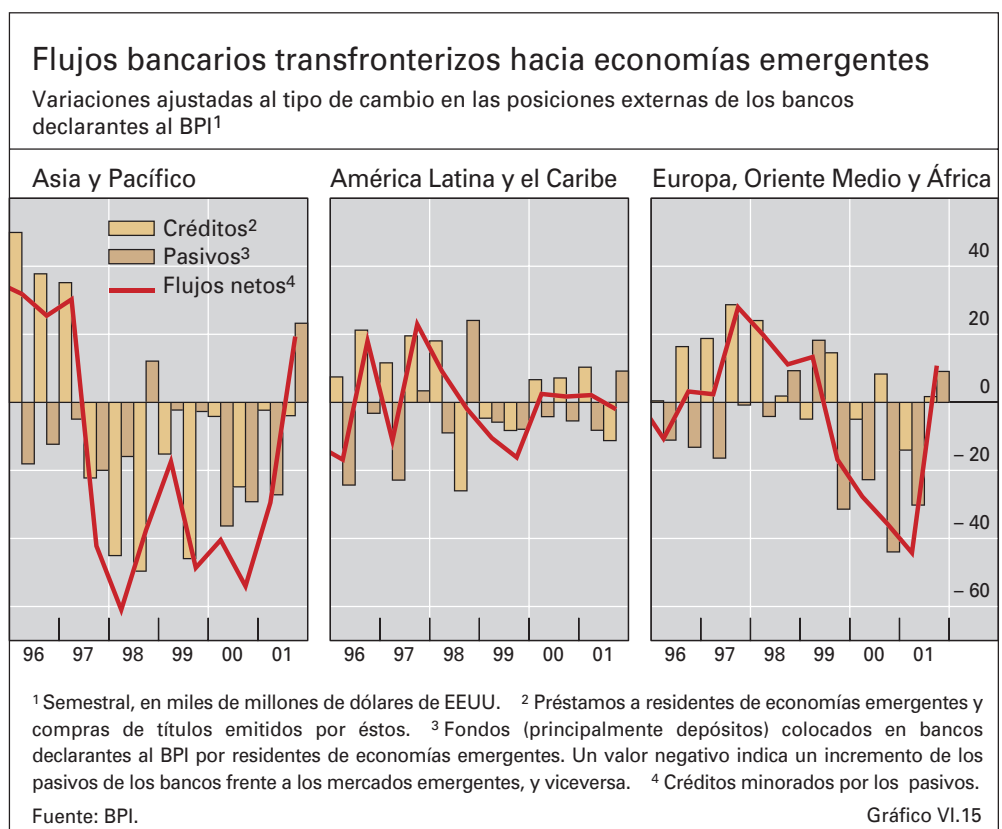
Los mercados aceptaron mejor a los prestatarios bien asentados

mercados de deuda nacional. Los inversionistas parecen esperar que los rendimientos de los bonos en los países candidatos a la Unión Europea converjan con los de la zona del euro, del mismo modo que los rendimientos de la zona del euro convergieron con los de Alemania en el periodo anterior al establecimiento de la unión monetaria.

A pesar de las condiciones de financiación externa estables o en vías de mejora, muchas economías emergentes tuvieron escasa necesidad de endeudamiento exterior. En concreto, los países de Asia oriental y los países exportadores de petróleo continuaron registrando grandes superávits por cuenta corriente. Se prevé que la situación de la cuenta corriente de estos países se deteriore en 2002, y cabe esperar por consiguiente que sus necesidades de financiación externa aumenten a corto plazo (véase el capítulo III). En el segundo semestre de 2001 ya se vislumbraban indicios de deterioro. Mientras que los mercados emergentes, principalmente las economías asiáticas y los miembros de la OPEP, habían depositado 249 mil millones de dólares en bancos extranjeros entre mediados de 1999 y mediados de 2001, en el segundo semestre de 2001 retiraron de esas cuentas 42 mil millones de dólares (véase el gráfico VI.15).

... pero la demanda de financiación externa fue débil

Las crecientes oportunidades de financiación que ofrecían los mercados internos contuvieron en un primer momento aún más la demanda de financiación externa. En México, un mercado nacional de bonos cada vez más líquido generó una curva de rendimiento del peso que se extendía a 10 años, y el gobierno optó por refinanciar algunos de sus empréstitos en dólares en el mercado interno. En Asia, los bajos tipos de interés nacionales y los tipos de cambio flexibles lograron que las emisiones



de deuda denominadas en moneda nacional resultaran más atractivas que las denominadas en monedas extranjeras. Sin embargo, la situación comenzó a cambiar a finales de 2001, después del pronunciado descenso de los tipos de interés a corto plazo en dólares. El volumen de préstamos bancarios transfronterizos del Sudeste asiático aumentó hacia finales de 2001 por primera vez desde el inicio de la crisis financiera asiática a mediados de 1997. La entrada de inversión de cartera también se reanimó, gracias al atractivo rendimiento de dos dígitos en los mercados bursátiles locales (véase el capítulo III).

Motivos de preocupación

A pesar de que los mercados demostraron capacidad de recuperación, persisten ciertas fragilidades

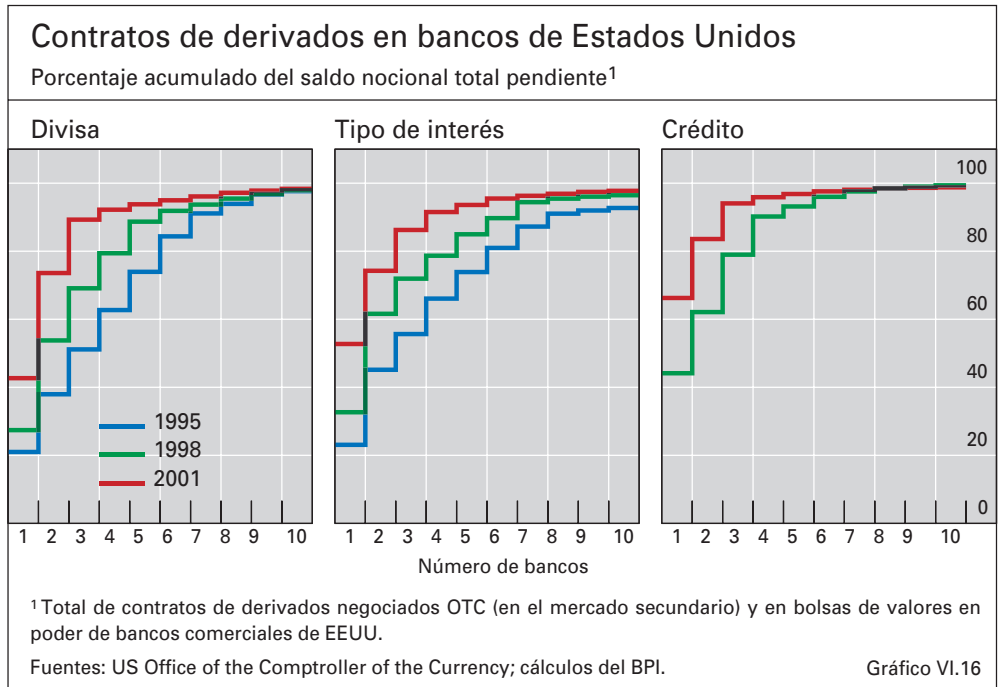
Aunque durante el periodo examinado los mercados financieros respondieron mejor de lo previsto ante una serie de duras pruebas, persisten ciertas debilidades, algunas de las cuales son coyunturales. Como se explicó anteriormente, las valoraciones de las acciones permanecen excepcionalmente altas y el acceso a los mercados de capital para los prestatarios con baja calificación crediticia (incluidos algunos de mercados emergentes) sigue siendo precario. Otras son más bien estructurales. El alto grado de concentración en algunos segmentos de mercado expone al sistema financiero a un riesgo sistémico mayor. Las grandes deficiencias existentes en los sistemas de elaboración de información de calidad desincentivan a los inversionistas y pueden distorsionar los precios del mercado, conduciendo en última instancia a una asignación errónea de los recursos.

Riesgos de concentración

Un alto grado de concentración en los mercados OTC ...

Debido al alto número de fusiones y adquisiciones en el sector de servicios financieros durante la última década, la concentración en los mercados financieros ha tendido a aumentar. Los mercados se han concentrado geográficamente desde hace mucho tiempo. De acuerdo con el último estudio trienal de bancos centrales, Londres y Nueva York suman el 47% del volumen de negociación mundial en mercados de divisas y el 49% de la actividad en mercados extrabursátiles (OTC) de derivados. Una característica más reciente es el alto grado de concentración institucional en algunos segmentos del mercado, especialmente en los mercados OTC. En los mercados de divisas, alrededor del 75% de todas las transacciones que se negociaron en Londres y Nueva York fueron realizadas por apenas 30 agentes en 2001, frente a los 40 agentes de 1995. Por otra parte, tres bancos poseían el 89% del volumen notional de contratos de derivados sobre tipos de cambio a través de bancos de Estados Unidos en 2001, frente al 51% de 1995 (véase el gráfico VI.16). En el mercado de derivados sobre tipos de interés de Estados Unidos, los tres mayores bancos representaron el 86% de la cantidad notional total en circulación a finales de 2001, comparado con el 56% de 1995. En el mercado de derivados sobre instrumentos de deuda de Estados Unidos, la participación de los tres bancos principales aumentó del 79% al 94% entre 1998 y 2001.

Aunque la consolidación puede aportar muchos beneficios, también conlleva riesgos. Una de las ventajas más importantes es la tendencia de los



grandes bancos a mantener carteras más diversificadas, siendo así menos vulnerables a los problemas específicos de sociedades, industrias o regiones. Esto puede explicar, en parte, la gran capacidad de recuperación del sistema bancario estadounidense ante los numerosos casos de impago registrados durante el año 2001. Sin embargo, en la medida en que la consolidación conduce a una mayor concentración, también puede tener consecuencias adversas para el funcionamiento de los mercados financieros. La liquidez es uno de los motivos de preocupación. De hecho, parte del incremento de la prima de liquidez (como se ilustra en el gráfico VI.10) puede atribuirse a la consolidación del sector financiero. Las fusiones a menudo producen una retirada del capital de riesgo asignado a actividades de creación de mercado. Por otra parte, la consolidación puede aumentar los costes de negociación, haciendo más difícil diversificar el riesgo crediticio de la contraparte. Por ejemplo, a medida que se reduce el número de creadores de mercado, resulta cada vez más difícil para los intermediarios satisfacer los pedidos de los clientes en el mercado entre operadores, lo que influye negativamente sobre la liquidez que los agentes pueden ofrecer a sus clientes.

Otra preocupación relacionada con la concentración es la vulnerabilidad de los mercados ante los riesgos específicos para los intermediarios. En los mercados con alta concentración de intermediación, lo que ocurra a una sola sociedad puede tener implicaciones para todo el mercado. Esta dinámica se pone de relieve en el colapso de Drexel Burnham Lambert en 1990 y la consiguiente contracción del mercado de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos, donde Drexel había sido el agente dominante. La vulnerabilidad de los mercados frente a los riesgos específicos para los agentes se complica por el hecho de que con los años no ha mejorado la calidad crediticia de los principales creadores de mercado. En 1994, el principal intermediario en el mercado mundial de *swaps* sobre tipos de

... indica que los problemas de un sólo intermediario pueden influir en todo el mercado

interés tenía una calificación de triple A. Hacia principios de 2002, se le había degradado a doble A, aunque mantenía su posición en el mercado. Irónicamente, las sucursales triple A que las agencias de valores establecieron en la década de los 90 no han conseguido hacerse con una parte sustancial de la negociación de derivados.

Los mercados se han adaptado de formas diferentes con el fin de reducir los riesgos de la concentración. Los prestatarios de los mercados más desarrollados tienen acceso a una amplia variedad de opciones de financiación, desde capital-riesgo hasta efectos comerciales garantizados con activos, y pueden encontrar un mercado abierto aun cuando otros están cerrados. Otros tipos de participantes, como compañías de seguros y fondos de inversión, han adoptado posiciones más activas en los segmentos tradicionalmente dominados por los bancos o los intermediarios. En los mercados OTC, cada vez se utilizan más los colaterales y la liquidación diaria, para controlar el riesgo de crédito de las contrapartidas. Es interesante el hecho de que, en 2001, el crecimiento del volumen de derivados negociados en mercados secundarios superó al de los mercados OTC, invirtiendo un patrón de comportamiento vigente durante la mayor parte de la década anterior.

Un problema de calidad de la información

La solidez de la información es esencial para los mercados

El hecho de que los inversionistas hayan perdido la confianza en la calidad de la información que reciben sobre las empresas constituye otra fuente de vulnerabilidad. Se considera que los mercados se basan en una información fiable sobre la situación y perspectivas de las distintas sociedades. Al incorporar esa información en los precios de los activos, los mercados envían señales sobre cómo asignar los recursos en la economía mundial. Aunque son las compañías las que proporcionan la información básica, los mercados actuales tienen sus propios mecanismos de control —como auditores externos, analistas bursátiles y otros agentes— para asegurar y mejorar la calidad de la información. El caso Enron ha sido simplemente el reflejo más dramático de una tendencia que ha desembocado en un progresivo deterioro de los mecanismos para producir la necesaria información.

Es difícil transmitir los costes de la información a los inversionistas

Incluso en condiciones favorables, la elaboración de la información plantea un dilema fundamental. La producción de la información resulta cara, pero es difícil transmitir a los inversores el coste de la misma, ya que los inversionistas que no pagan, no pueden ser excluidos de los beneficios. Por eso, los sistemas financieros modernos han diseñado soluciones que implican formas indirectas de compartir los costes. En concreto, los auditores independientes pueden certificar la fiabilidad de la situación financiera de una empresa, pero es la propia sociedad la que paga sus honorarios. De la misma manera, los analistas bursátiles interpretan los datos procedentes de los beneficios de una empresa, pero suele ser una agencia de valores, relacionada con la empresa por otras vías, la que paga el análisis. Aunque, en estas circunstancias es difícil evitar los conflictos de intereses, estos acuerdos parecen haber funcionado bastante bien en el pasado. Obviamente, tanto los

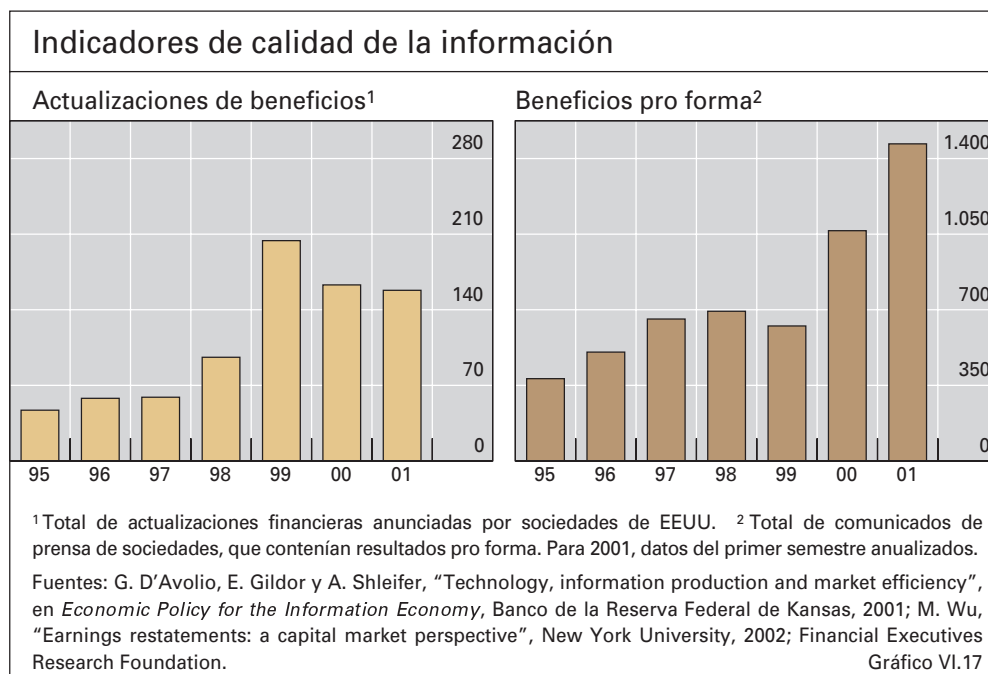
auditores como los analistas asignaban la suficiente importancia a su propia reputación como para contribuir generalmente a la elaboración de información de calidad.

El pujante mercado de finales de la década de los 90, comandado por las compañías tecnológicas, trastocó los incentivos a la producción de información fiable. Las empresas de este sector, recientemente incorporadas al mercado, siguieron un modelo mediante el cual se destinaban grandes sumas de dinero a la investigación y desarrollo, se cosechaban escasos beneficios a través de las operaciones y se confiaba en la emisión de acciones para conseguir liquidez, remunerar a directivos y empleados, y adquirir otras empresas. Para algunas de estas sociedades, una valoración alta de sus acciones era tan vital para su supervivencia que los incentivos para manipular la información a tal efecto podían más que la reputación futura. Para muchas otras, el pago a los empleados con opciones sobre acciones confirmó un valor primordial a los precios de las acciones e hizo que los directivos de las empresas concediesen demasiada importancia al mantenimiento a corto plazo de estos precios.

Por consiguiente, las empresas tenían incentivos para presentar informes que inflasen las expectativas de crecimiento de los beneficios. Las estadounidenses en particular podían aprovechar los criterios contables que les permitían contabilizar las ventas contratadas para el futuro como ingresos corrientes, así como considerar las opciones sobre acciones emitidas para remunerar a los empleados como gastos sólo a efectos fiscales, o utilizar perspectivas optimistas para sus planes de pensiones. Con la gran cantidad de sociedades que estaban exprimiendo la legislación contable al máximo, aumentó la tendencia a sobrepasar los límites permitidos. Como resultado, un gran número de empresas de Estados Unidos tuvo que revisar y actualizar sus beneficios (véase el gráfico VI.17),

El alto precio de las acciones fue tan crucial ...

... que las empresas se vieron incentivadas para alterar sus beneficios ...



causando así duras pérdidas a los inversionistas. Cuando la contabilidad agresiva no fue suficiente para conseguir el efecto deseado, las empresas recurrieron, cada vez más, a los informes pro forma, en los que presentaban balances contables adicionales que ocultaban los datos negativos y mostraban los resultados obtenidos de la forma más favorable posible. Aunque el número de actualizaciones de beneficios alcanzó su máximo en 1999, el uso de informes pro forma siguió creciendo hasta 2001.

... y las sociedades contables y los analistas bursátiles tuvieron incentivos para cooperar

Las empresas auditoras y los analistas bursátiles se fueron percatando de que sus intereses coincidían con los de las empresas que alteraban enormemente sus beneficios. Los incentivos para que las sociedades auditoras colaborasen se presentaron en forma de contratos de consultoría y otros servicios, que eran más lucrativos. Parece que a medida que crecían las cantidades pagadas a empresas auditoras en concepto de servicios distintos a los de la propia auditoría, aumentaba la tendencia a la contabilidad agresiva. Los incentivos para los analistas bursátiles vinieron en forma de compensación por la formalización de contratos de suscripción que facilitaba el analista. Los analistas de grandes agencias de valores tendían a ocuparse únicamente de acciones de sociedades que tuvieran el potencial para generar contratos de suscripción, y a dar sólo recomendaciones de "compra". Durante la fase alcista del mercado, parecían haber aumentado su credibilidad para con los inversionistas mediante su asombrosa capacidad de predecir anuncios de beneficios, levantando pocas sospechas de que esta aparente presciencia podía deberse a la manipulación de los beneficios por parte de las propias empresas informantes.

Hay iniciativas para recuperar la calidad de la información ...

El gran revés que supuso el caso Enron impulsó enormemente los esfuerzos para recuperar la calidad de la información de mercado. Estos esfuerzos aúnan tanto mecanismos autocorrectores del mercado, como nuevas iniciativas de los reguladores. La empresa auditora de Enron ha perdido sus principales clientes y está tratando de sobrevivir a una demanda interpuesta por el Departamento de Justicia de Estados Unidos. En líneas más generales, las empresas se muestran cada vez más reacias a recurrir a su compañía auditora para solicitar servicios de consultoría, y algunas de las grandes empresas auditoras han anunciado su política de no ofrecer servicios de auditoría junto con otros servicios a un mismo cliente. Algunos países contemplan la posibilidad de rotar los auditores y separar los servicios de auditoría y consultoría. Los analistas bursátiles de grandes agencias de valores han visto afectada su reputación y los inversionistas institucionales están dedicándose más a los análisis internos. Además, el fiscal general de Nueva York ha obligado a una gran agencia de valores a romper los vínculos que relacionan la remuneración de los analistas con sus actividades de suscripción. Otras agencias han anunciado sus propias medidas paralelas.

... pero los inversionistas han puesto el baremo más alto

Aun está por verse si los esfuerzos realizados hasta ahora serán suficientes para devolver la confianza a los inversionistas y para luchar contra las distorsiones que sin duda presentará la próxima etapa alcista. La mayoría de estos esfuerzos están encaminados a suavizar los conflictos de intereses existentes en los actuales acuerdos para compartir el coste de la información. Sin embargo, los inversionistas parecen haberse visto tan afectados por los

últimos acontecimientos que han subido el baremo de la calidad de la información que esperan. El hecho de que el mercado haya adoptado esta actitud representa una valiosa oportunidad para desarrollar y, posteriormente, aplicar nuevos enfoques en el refuerzo de los incentivos para elaborar información de calidad.

VII. La interacción entre el sector financiero y la economía real

Aspectos más destacados

La desaceleración de la economía mundial en 2001 produjo un descenso de la rentabilidad de muchas instituciones financieras, aumentando los problemas crediticios y reduciendo los ingresos procedentes de la actividad en los mercados de capital. Sin embargo, actualmente se observan pocos obstáculos financieros que sean lo suficientemente graves como para lastrar la recuperación económica. La gran capacidad de reacción que ha demostrado el sector financiero (a pesar de los excesos de finales de los años 90) se debe en gran medida al carácter relativamente suave de la desaceleración económica. Ahora bien, existen otros factores influyentes como la inexistencia de un auge de la propiedad inmobiliaria de uso comercial a finales de los años 90, la utilización de los mercados de capital como fuente principal de financiación para la revolución tecnológica, y la creación de instrumentos financieros que permiten dispersar ampliamente el riesgo de crédito.

Aunque hasta ahora el sistema financiero se ha mostrado relativamente sólido, la experiencia demuestra que los problemas financieros pueden presentarse de forma inesperada. Los continuos aumentos del endeudamiento de las familias, respaldados por las fuertes subidas de los precios de la vivienda, aumentan la probabilidad de que haya que introducir costosos ajustes en los balances, sobre todo si el crecimiento económico fuera decepcionante o los tipos de interés aumentaran considerablemente. En términos más generales, un periodo de crecimiento lento podría poner al descubierto otros problemas de calidad crediticia y provocaría una retirada de las posiciones arriesgadas en los mercados de capital.

Una notable excepción a la sólida trayectoria que están siguiendo la mayor parte de los sistemas bancarios es Japón, donde los bancos continúan incurriendo en pérdidas debido al aumento de la morosidad de los préstamos y a las minusvalías derivadas de sus carteras de valores de renta variable. Si bien se han observado algunos indicios de mejora, la debilidad del sistema bancario continúa dañando la economía, lo que repercute a su vez en el propio sistema bancario. Para seguir progresando, es necesario poner en marcha medidas creíbles que eleven la calidad de los balances tanto de las instituciones financieras como de las entidades no financieras. Además, es necesario que las políticas macroeconómicas continúen acomodaticias.

Los fuertes vínculos bidireccionales entre la economía real y el sistema financiero plantean una serie de retos, tanto para los bancos como para las autoridades responsables de la regulación financiera. Uno de estos retos consiste en averiguar qué une al riesgo crediticio de cualquier banco, o del sistema en su conjunto, con la situación macroeconómica y con la evolución general del sector financiero. Otro de los retos consiste en garantizar que las

normas de capital basadas en el análisis del riesgo no agudizan los ciclos económicos, permitiendo una reducción excesiva del capital durante las fases expansivas y requiriendo un aumento excesivo durante las fases contractivas. Y un tercer reto tiene que ver con la formulación de reglas contables que permitan una valoración adecuada de los préstamos en el balance, teniendo en cuenta los valores realistas de las garantías y el impacto de la situación económica sobre la capacidad de los prestatarios para hacer frente al pago de sus deudas.

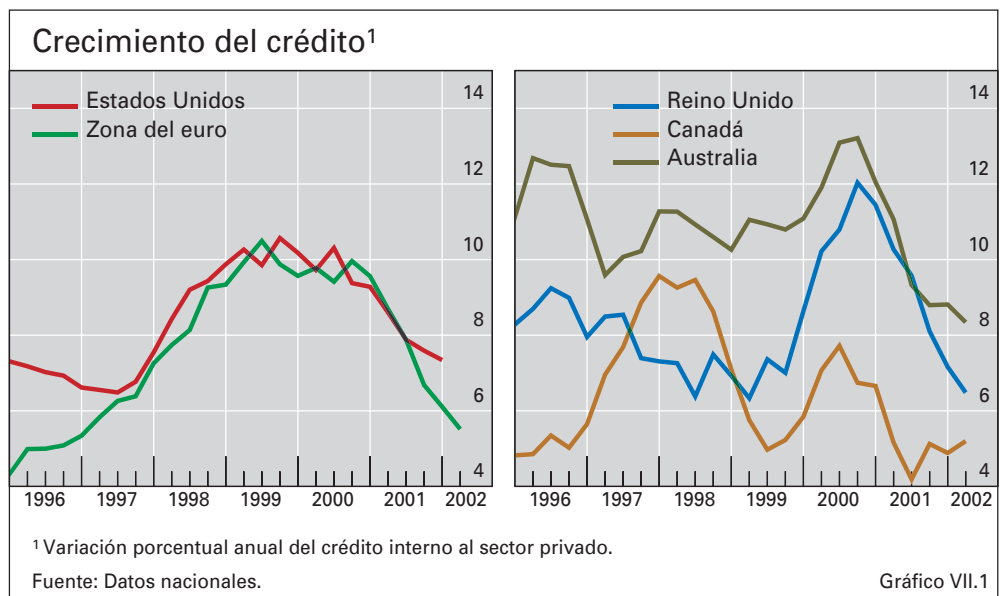
Los resultados de las instituciones financieras y la situación económica

Los resultados del sector financiero y la buena situación económica se encuentran estrechamente relacionados. Durante la fase expansiva del ciclo económico, el aumento de los precios de los activos, los reducidos niveles de morosidad en los préstamos y el incremento de la actividad en los mercados de capital suelen elevar en conjunto la rentabilidad registrada por las instituciones financieras. Después, durante la fase contractiva, la rentabilidad tiende a caer a medida que disminuyen los precios de los activos, aumenta el volumen de préstamos en mora y se reduce la actividad de los mercados de capital.

El ciclo económico afecta a la rentabilidad de las instituciones financieras ...

Pero esta relación de causalidad también se produce en sentido opuesto. Las fases expansivas del ciclo económico se basan a menudo en los aumentos de la rentabilidad de las instituciones financieras y la mayor predisposición de estas instituciones a asumir riesgos y a competir enérgicamente por acceder a nuevos negocios. La sensación de optimismo que genera siempre una economía sólida refuerza esos impulsos expansivos. Este proceso puede funcionar en la dirección contraria durante la fase contractiva del ciclo. A medida que la rentabilidad cae y la confianza disminuye, las instituciones financieras pueden reducir su grado de asunción

... y la rentabilidad de las instituciones financieras influye en el ciclo económico



de riesgos, además de buscar mayor compensación por los riesgos que están dispuestas a asumir. Los efectos de este proceso sobre la economía pueden ser graves, especialmente si, durante la fase contractiva, los balances de las instituciones financieras se han visto afectados de forma significativa.

Muchas de estas interacciones entre la economía y el sector financiero se han puesto especialmente de relieve durante el actual ciclo económico mundial. Durante la segunda mitad de los años 90, muchos sectores del sistema financiero se vieron inmersos en un clima de euforia. Los criterios para la concesión de créditos se relajaron y los diferenciales crediticios se estrecharon. Además, las tasas de crecimiento del crédito aumentaron en muchos países y, en diversos sistemas bancarios, la rentabilidad de la inversión en acciones alcanzó su nivel más alto de las últimas décadas. Posteriormente, a medida que en los principales países aparecieron síntomas de debilidad económica, los criterios de concesión se endurecieron, los diferenciales aumentaron, el crecimiento del crédito se frenó y la rentabilidad de muchas instituciones financieras se redujo (véanse el gráfico VII.1 y el cuadro VII.1).

Es indudable que el auge financiero de finales de la década de los 90 contribuyó a sustentar un sólido crecimiento, especialmente en los sectores de alta tecnología y telecomunicaciones. También coadyuvó a un aumento del riesgo en ciertas áreas del sistema financiero. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido a principios de la década de los 90, hasta el momento casi no se aprecian signos de tensión suficientemente graves que puedan causar problemas financieros.

Tendencias recientes

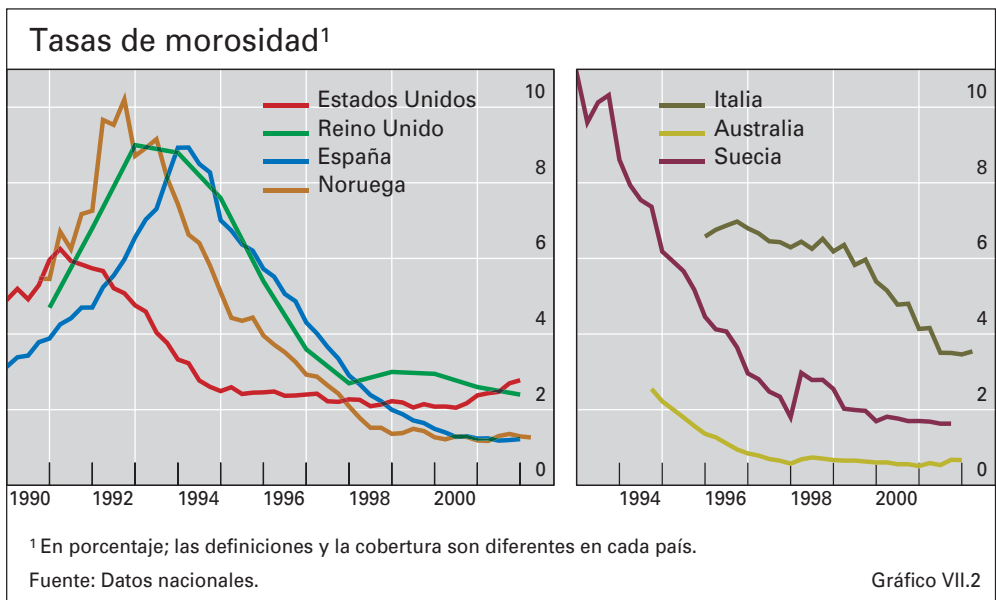
Las provisiones para insolvencias han aumentado ...

El deterioro de la calidad crediticia de las carteras de préstamos ha dominado la realidad de buena parte del sector bancario durante el pasado año. A medida que las principales economías se desaceleraban, muchos bancos

Rentabilidad de los grandes bancos en 2000 y 2001									
	Número de bancos	Beneficios antes de impuestos		Dotaciones en provisiones para riesgos		Diferencial de interés neto		Costes de explotación	
		2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
		en porcentaje de los activos totales medios							
Estados Unidos	9	1,60	1,22	0,52	0,71	2,91	2,94	3,92	3,62
Japón	15	0,12	-0,89	0,83	1,58	1,11	1,18	0,88	0,87
Alemania	4	0,55	0,14	0,18	0,24	0,82	0,90	1,74	1,62
Francia	4	0,85	0,74	0,17	0,22	0,95	0,94	1,95	1,87
Reino Unido	4	1,65	1,33	0,29	0,31	2,36	2,09	2,68	2,32
Canadá	6	1,26	0,92	0,29	0,41	1,89	1,95	2,76	2,84
España	4	1,33	1,20	0,35	0,44	2,65	2,86	2,63	2,60
Australia	4	1,60	1,39	0,20	0,27	2,12	2,12	2,09	2,06
Suecia	4	1,10	0,82	0,07	0,07	1,42	1,40	1,67	1,47
Suiza	2	0,96	0,42	0,04	0,10	0,73	0,68	2,90	3,02

Fuente: Fitch.

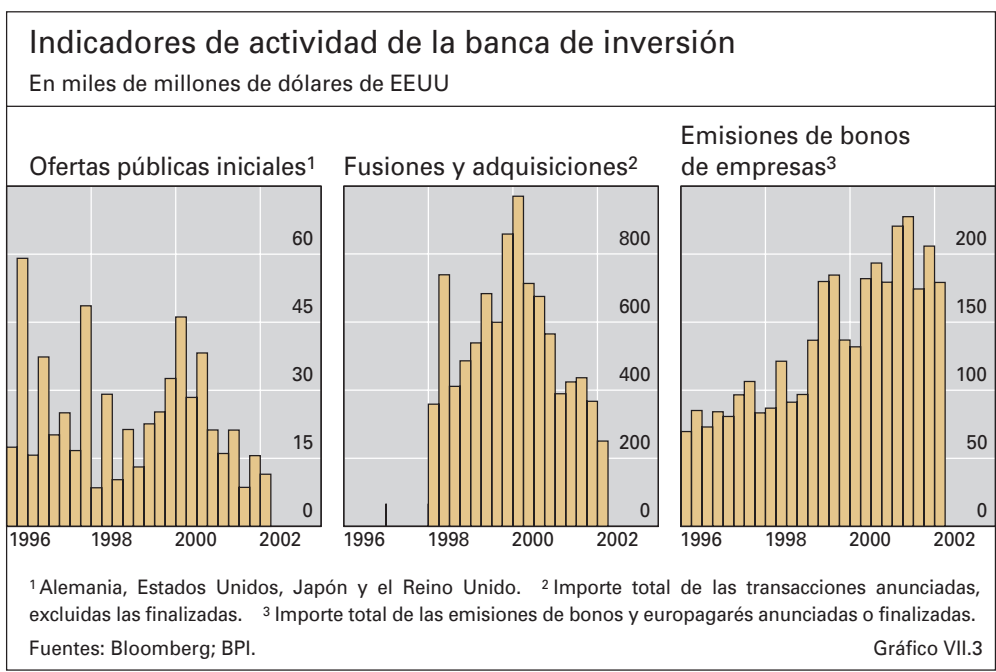
Cuadro VII.1



aumentaron significativamente las provisiones de sus carteras de créditos, especialmente aquellos concedidos a las empresas. También se observaron signos de un deterioro sustancial de la calidad de algunas carteras de créditos minoristas concedidos a prestatarios de baja calificación. Las provisiones totales de muchos bancos en 2001 superaron en más de un 50% a las de 2000.

No obstante, el estado de las carteras de créditos de los bancos sigue siendo razonable en términos generales. En la mayoría de los países industrializados, la proporción de créditos en mora es todavía relativamente baja (véase el gráfico VII.2). Si bien en algunos países cabe esperar un aumento adicional del volumen de estos créditos debido al débil crecimiento del año pasado, no parece probable que se repita la experiencia de principios

... aunque la morosidad continúa muy por debajo de los niveles alcanzados a comienzos de los años 90



de la década de los 90, teniendo en cuenta las actuales perspectivas de crecimiento. La excepción obvia a la regla la constituye Japón (véase más adelante).

Los ingresos procedentes de los mercados de capital se han reducido ...

Otro factor que ha reducido la rentabilidad de muchos bancos durante el pasado año ha sido el descenso generalizado de los ingresos procedentes de los mercados de capital. La caída en los mercados bursátiles y la desaceleración del crecimiento mundial han reducido sustancialmente los ingresos procedentes de la suscripción de acciones, de fusiones y adquisiciones y del préstamo sindicado (véase el gráfico VII.3). También cayeron los ingresos en concepto de comisiones de los bancos que ofrecen a sus clientes minoristas productos de inversión de los mercados de capital. El único aspecto positivo ha sido la emisión de bonos, que ha alcanzado cotas históricas a escala mundial, con un incremento significativo de los volúmenes en los principales sectores del mercado en 2001 (véase el capítulo VI).

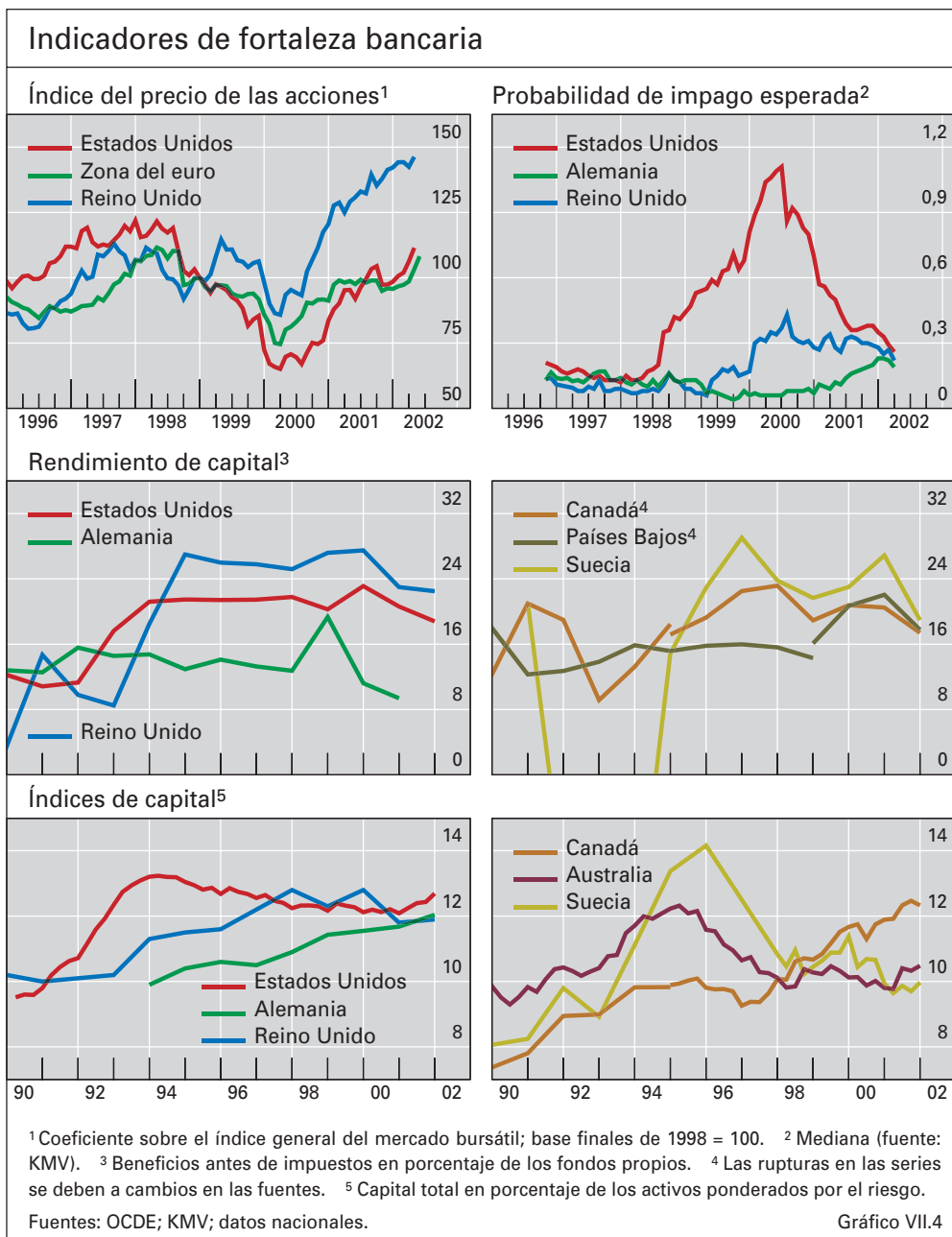
... pero los márgenes de intermediación se han ampliado

Para muchos bancos, una de las ventajas de la mayor debilidad del entorno económico fue el aumento de sus márgenes de intermediación. A medida que los tipos de interés oficiales caían, los bancos de varios países redujeron los intereses concedidos a sus depósitos antes que los cobrados por sus préstamos. Además, los bancos con desajustes significativos en los vencimientos se beneficiaron del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en 2001. Esos mayores márgenes han contribuido a que muchas operaciones bancarias minoristas gozaran de buena rentabilidad, aunque en el futuro, no es probable que estos márgenes sean sostenibles, dadas las fuerzas competitivas y el previsible cambio en los tipos de interés.

Los bancos mantienen su rentabilidad ...

En conjunto, teniendo en cuenta el aumento de las provisiones para cubrir la morosidad, la rentabilidad de la mayoría de los principales sistemas bancarios cayó ligeramente en 2001 (véase el gráfico VII.4). En países como Estados Unidos, el Reino Unido y Suecia, el rendimiento de las acciones de los bancos comerciales fue en 2001 menor que durante la segunda mitad de la década de los 90. Sin embargo, las tasas de rendimiento se mantienen elevadas en comparación con las de décadas anteriores. Los resultados obtenidos por los grandes sistemas bancarios de Europa continental han sido más variados. En Francia e Italia a pesar de la ligera caída de las tasas de rendimiento de las acciones en 2001, éstas continúan siendo superiores a las obtenidas a mediados de la década de los 90. Por el contrario, en Alemania, donde muchos bancos soportan escasos márgenes de interés y elevados costes, la rentabilidad se ha visto sometida a presiones generalizadas en los últimos años. Esta presión se ha intensificado en 2001 debido a la relativa gravedad de la desaceleración económica alemana y a importantes caídas de los ingresos por comisiones y por negociación de valores.

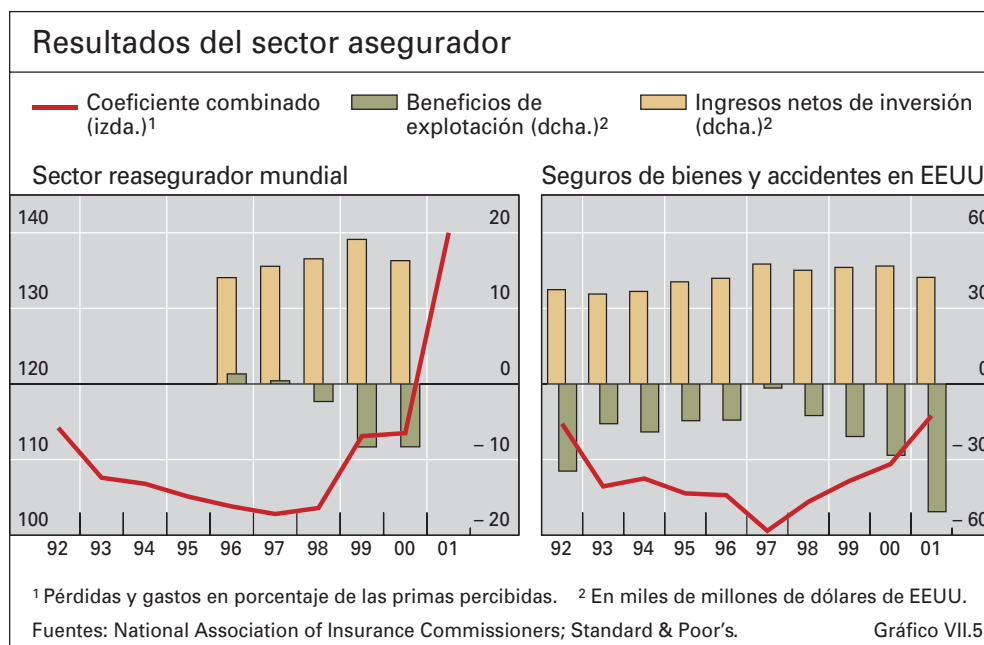
Desde comienzos de 2001, las cotizaciones de las acciones de los bancos han tendido a aumentar en los países de habla inglesa y en Francia en mayor medida que el conjunto de los mercados bursátiles. Por consiguiente, los indicadores de mercado sobre la probabilidad de quiebra de los bancos en estos países se han reducido en general, aunque después de haber aumentado de forma significativa durante años anteriores, sobre todo en Estados Unidos. Por el contrario, en países europeos como Alemania, Italia,



los Países Bajos y Suiza, las cotizaciones de las acciones bancarias han caído desde comienzos de 2001, si bien en la mayoría de los casos, estas caídas han estado en la misma línea que el descenso experimentado en el conjunto del mercado bursátil.

Después de bastantes años de alta rentabilidad, la capitalización de la mayor parte de los sistemas bancarios es razonablemente buena. En casi todos los países, el coeficiente de adecuación de capital obligatorio ha aumentado considerablemente para el conjunto del sector bancario con respecto a su nivel de principios de los años 90. Sin embargo, desde mediados de la década de los 90, este coeficiente ha caído en otros países a medida que los bancos han ido reduciendo los elevados niveles de capitalización alcanzados tras la difícil situación vivida durante los primeros años de dicha década. La fuerte capitalización que muestra el sector bancario

... y su capitalización es relativamente buena



El sector asegurador ha tenido dificultades

en general indica que la mayoría de los bancos gozan de una buena posición para soportar un deterioro de la calidad del crédito, si llegara a producirse.

El sector asegurador es una rama del sistema financiero que, en líneas generales, ha atravesado momentos difíciles durante los últimos años, sobre todo tras la caída de las rentas de sus inversiones como resultado de los descensos del rendimiento de los bonos y de los precios de las acciones. Esta caída ha sido especialmente importante para las compañías de seguros generales que han estado operando durante varios años con unas pérdidas de explotación considerables, y para las compañías de seguros de vida (especialmente en Japón y el Reino Unido) que han garantizado a los titulares de las pólizas unas tasas de rendimiento relativamente altas. Una segunda dificultad ha sido el gran número de catástrofes naturales ocurridas durante los últimos años, así como los atentados terroristas del 11 de septiembre. Los resultados del año 2001 para el sector reasegurador fueron los peores de los registrados hasta la fecha (véase el gráfico VII.5).

Dentro del sector asegurador, existe un alto grado de dispersión en términos de capitalización y calificaciones crediticias y, en los últimos años, se han producido diversas quiebras. Aunque, durante el año pasado, las primas han aumentado en líneas generales, algunas compañías de seguros siguen enfrentándose a un entorno hostil para sus operaciones. Las reducidas rentas obtenidas de las actuales carteras de activos podrían incluso llevar a las compañías aseguradoras a asumir niveles de riesgo más elevados sin poner previamente en marcha los necesarios mecanismos de control y seguridad.

Cambios en la naturaleza del riesgo

La capacidad de recuperación que ha mostrado la mayoría de las instituciones financieras frente a la desaceleración económica contrasta con la experiencia de principios de los años 90. Una explicación fundamental es que la reciente desaceleración no ha sido tan profunda o generalizada como

la que se produjo hace una década, aunque también han influido las diferencias en el comportamiento de los mercados de activos y los cambios en la estructura de la intermediación financiera. Estos factores de índole financiera podrían haber afectado no sólo a la capacidad de recuperación de las instituciones financieras, sino también a la propia naturaleza de la desaceleración y a la de los riesgos a los que se enfrenta el sistema financiero. Tres factores son particularmente importantes en este sentido: la ausencia de un fuerte auge de la propiedad inmobiliaria de uso comercial a finales de los años 90, la mayor financiación de las inversiones con un riesgo relativamente alto a través de los mercados de capital y las modificaciones introducidas en la gestión y distribución del riesgo entre las distintas instituciones financieras.

Las instituciones financieras logran reaccionar mejor que a principios de los años 90

Evolución de los mercados de activos

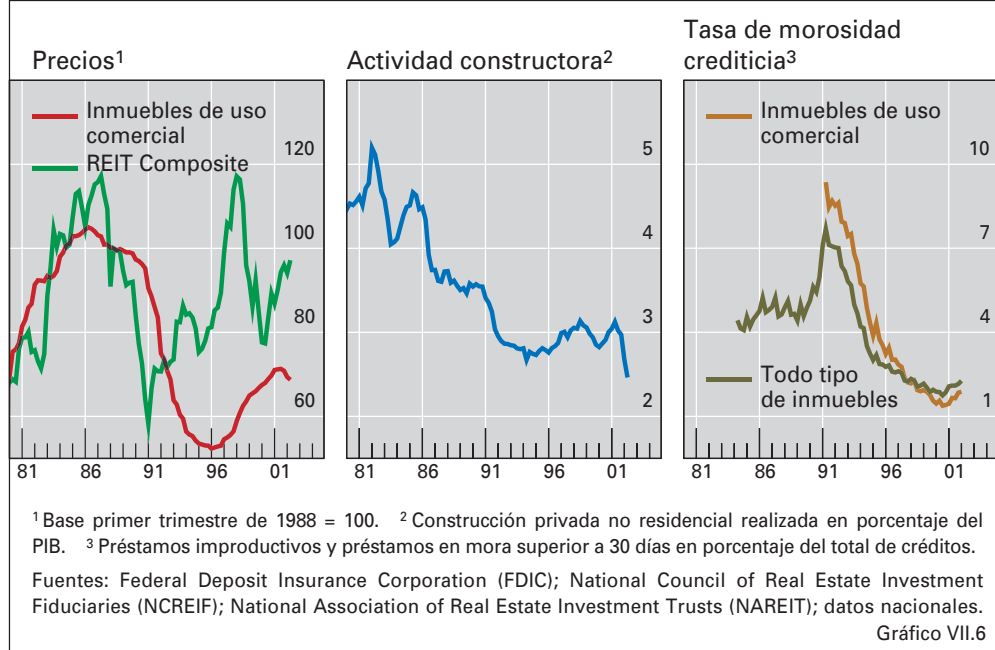
Tanto la desaceleración de principios de los años 90 como la ocurrida en 2001 estuvieron precedidas de una gran fortaleza de los mercados de activos. En el primero de estos episodios, los mercados inmobiliarios fueron los que se mostraron particularmente sólidos, siendo los bancos los que proporcionaron buena parte de los fondos necesarios para este auge. Por el contrario, aunque algunos mercados inmobiliarios mantuvieron un elevado grado de solidez durante el reciente episodio contractivo, fueron los mercados de renta variable los que experimentaron en general las mayores subidas durante la fase expansiva del ciclo. Y aunque los bancos proporcionaron fondos que sustentaron estas subidas, su exposición directa a las fluctuaciones del mercado bursátil ha sido considerablemente inferior a la experimentada hace un decenio frente a las fluctuaciones del mercado inmobiliario.

El ciclo de precios de la propiedad inmobiliaria de uso comercial ha sido prácticamente inexistente ...

Durante el episodio de principios de la pasada década, el auge y la posterior caída del sector inmobiliario de uso comercial contribuyeron considerablemente al aumento de las provisiones de muchos bancos para hacer frente a la morosidad. Por el contrario, la reciente ausencia de un ciclo pronunciado de los precios de los inmuebles de uso comercial ha hecho que la mayoría de los bancos hayan realizado tan sólo un pequeño aumento de las provisiones para créditos insolventes relacionados con la propiedad inmobiliaria —y en ocasiones ni siquiera las han aumentado— (véase el gráfico VII.6). En muchos países, a excepción de los Países Bajos e Irlanda, los precios de la propiedad inmobiliaria de uso comercial se encuentran actualmente por debajo de los niveles de hace una década, incluso en términos nominales.

Una serie de factores relacionados entre sí puede ayudar a explicar los resultados relativamente favorables. En primer lugar, ha aumentado la disciplina de mercado, especialmente en Estados Unidos, aunque también en Australia, el Reino Unido y Suecia, como consecuencia de la expansión de los mercados de renta variable y de instrumentos de deuda respaldados fundamentalmente por propiedades inmobiliarias de uso comercial. Dada la falta de liquidez de este tipo de propiedad, así como las frecuentes dificultades para la estimación de sus precios, estos instrumentos han sido de gran utilidad al haber ampliado la gama de inversionistas que analizan activamente este sector y haber proporcionado una señal inmediata y

Sector de la construcción con fines comerciales en EEUU



... debido en parte a una mayor disciplina en el mercado ...

observable de la opinión de la comunidad inversora sobre las perspectivas de futuro. Valga como ejemplo la caída de las cotizaciones de los fondos de inversión en propiedades inmobiliarias ocurrida en Estados Unidos durante 1998, motivada en parte por las crecientes tasas de desocupación de los inmuebles, que podía haber limitado tanto la nueva construcción como los precios de los inmuebles de uso comercial en un entorno de fuerte crecimiento económico.

... al exceso de oferta desde el auge de finales de los años 80 ...

En segundo lugar, el crecimiento de la demanda ha tardado un tiempo en absorber el exceso de construcción que se produjo en algunos países a finales de la década de los 80. En parte como resultado de esta situación, durante los últimos años la proporción del producto que supone la construcción de inmuebles no residenciales ha sido en casi todos los países menor que en la segunda mitad de la década de los 80.

... a una mejor gestión del riesgo y ...

En tercer lugar, la experiencia acumulada actuó como catalizador para que los bancos mejoraran su gestión del riesgo derivado de la propiedad inmobiliaria de uso comercial, y para que las agencias supervisoras aumentasen su control sobre los riesgos de los bancos en este sector.

... a unos tipos de interés más bajos

Por último, el descenso de los tipos de interés oficiales de 2001 contribuyó a aliviar la presión bajista sobre los precios de la propiedad inmobiliaria de uso comercial que, de otro modo, habría aparecido en un entorno económico más débil. La rebaja de los tipos de interés también ayudó a mantener la fortaleza de la que ya venían haciendo gala los mercados de vivienda. De hecho, las fuertes subidas hicieron que los precios reales de las viviendas en muchos países superaran los niveles máximos alcanzados a comienzos de la década de los 90 (véase el cuadro VII.2). Las excepciones más importantes a esta pauta general son Alemania (donde el índice de precios agregado ha continuado cayendo después del auge que siguió a la reunificación), Japón y Suiza.

Precios del sector inmobiliario								
	Inmuebles para uso comercial ¹			Viviendas			Pro memoria: Deuda de las familias ²	
	1995-2001	2001	2001	1995-2001	2001	2001	1995-2001	2001
	Variación ³		Nivel relativo ⁴	Variación ³		Nivel relativo ⁴	Variación ³	
	Nominal		Real	Nominal		Real	Nominal	
Estados Unidos	3,8	-2,3	40	5,5	6,9	112	7,9	7,7
Japón	-8,4	-9,4	42	-2,6	-4,2	71	0,4	-0,2
Alemania	5,9	5,5	74	-2,5	-1,2	72	5,2	2,3
Francia	4,9	-7,3	69	3,4	6,9	106	5,1	5,5
Reino Unido	2,6	0,6	54	8,3	4,6	108	7,3	10,9
Italia	10,8	28,8	80	2,5	7,9	87	8,5	6,0
Canadá	3,4	4,0	54	1,5	5,7	88	5,5	5,3
España	16,1	-6,8	64	7,9	15,0	114	13,3	11,7
Australia	3,8	3,2	50	6,5	15,5	123	12,4	13,2
Países Bajos	10,8	8,5	136	11,5	7,0	213	16,0	10,0
Bélgica	3,9	0,0	78	5,0	5,6	151	5,0	0,9
Suecia	9,0	-35,1	53	6,5	4,8	106	5,8	8,5
Suiza	-0,3	2,0	62	-1,2	2,5	63	3,3	3,5
Dinamarca	7,1	6,2	83	8,2	3,3	108	7,5	8,5
Noruega	7,8	15,8	50	9,1	5,5	110	6,9	10,6
Finlandia	3,9	-4,8	61	6,2	1,3	73	3,8	8,5
Irlanda	15,4	3,2	180	13,4	0,6	199	...	...

¹ Los datos se refieren normalmente a las grandes ciudades; para Alemania, Bélgica, España, Francia, Finlandia, Italia, Países Bajos y Suecia, inmuebles de primera calidad. ² Concepto basado en las cuentas financieras en sentido amplio cuando se encontraban disponibles, en caso contrario, crédito concedido por los bancos; estimaciones parciales. ³ Variación porcentual anual. ⁴ Nivel máximo alcanzado por los precios en términos reales de los inmuebles comerciales y residenciales en periodos anteriores = 100; cuando no pudieron identificarse con claridad los niveles máximos alcanzados en periodos anteriores, tercer trimestre de 1990 = 100.

Fuentes: Catella; Frank Russell Canada Ltd; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; NCREIF; Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; estimaciones del BPI. Cuadro VII.2

Las fuertes subidas de los precios de la vivienda han coincidido con incrementos significativos del nivel de endeudamiento de las familias. Aunque estos incrementos no suponen una amenaza inmediata para la fortaleza de la mayoría de los sistemas bancarios, sí vuelven más vulnerable al sector familias frente a una desaceleración económica prolongada o ante un aumento sustancial de los tipos de interés (véase el capítulo II). Además, incrementos ulteriores del nivel de endeudamiento debidos a subidas adicionales de los precios de la vivienda harían más probable la introducción de costosos ajustes en los balances en el futuro, lo que podría tener efectos económicos adversos, agravando así la calidad crediticia general de las carteras bancarias.

Los precios de la vivienda y el nivel de endeudamiento de las familias han aumentado

Financiación a través de los mercados de capital

El aumento relativamente escaso de los créditos bancarios en mora contrasta claramente con el enorme incremento de la tasa de morosidad de los bonos emitidos por las empresas y con los máximos históricos a los que llegaron las

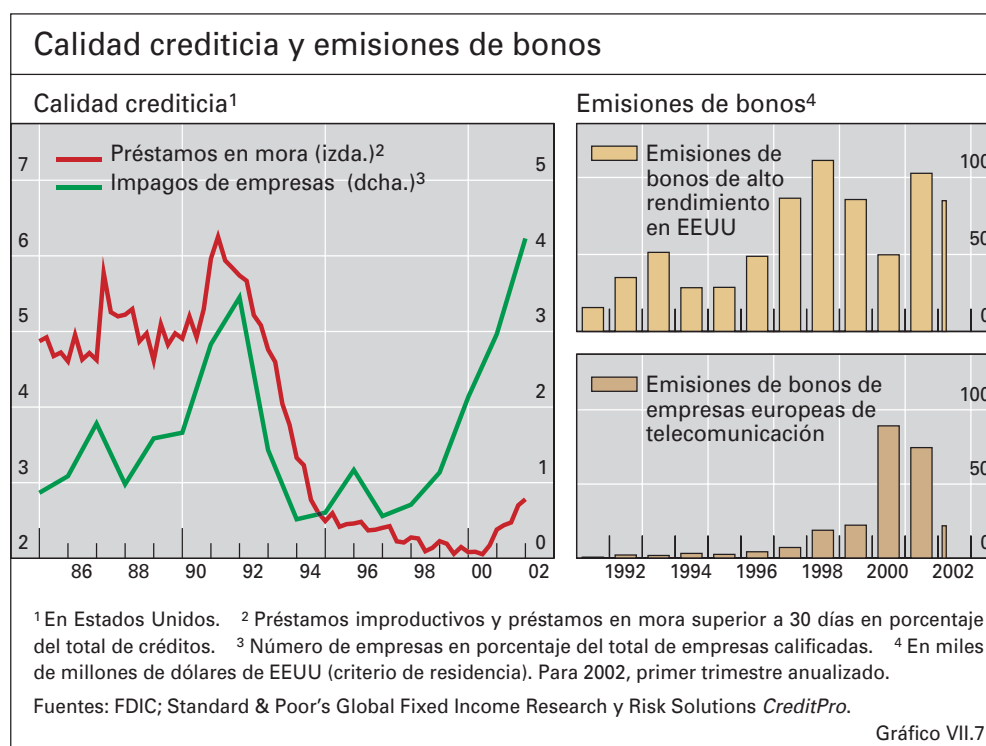
La financiación de la expansión, sobre todo a través de los mercados de capital ...

pérdidas relacionadas con estos bonos (véase el gráfico VII.7). Una explicación a estos comportamientos opuestos es que, tanto en Europa como en Estados Unidos, gran parte de la financiación de los elementos más arriesgados de la expansión de finales de los años 90 se obtuvo fuera del sistema bancario. Sirvan de ejemplo las necesidades financieras de las empresas de alta tecnología y telecomunicaciones, que se satisficieron en gran medida a través del crédito suministrado por proveedores, por el capital-riesgo y por los mercados de renta variable y fija. Otro ejemplo puede encontrarse en la reaparición durante la segunda mitad de los años 90 de un rápido crecimiento de la emisión de bonos por parte de empresas cuya calidad crediticia no alcanzaba el grado de inversión, especialmente en Estados Unidos.

Es obvio que el sector bancario no ha conseguido evitar completamente los problemas de calidad crediticia de los sectores de alta tecnología, ya que les ha proporcionado volúmenes de financiación considerables, sobre todo mediante el mercado de préstamos sindicados y de forma directa a empresas de calidad crediticia media. Sin embargo, las pérdidas ocasionadas por estos créditos han sido hasta ahora absorbidas sin mayores problemas. Para algunos bancos, un asunto de preocupación tan importante como el descenso de la calidad crediticia ha sido la disminución de los ingresos procedentes de la actividad en los mercados de capital generados por empresas de alta tecnología y telecomunicaciones.

... ha aumentado la capacidad de reacción ...

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la financiación de inversiones de alto riesgo a través de los mercados de capital probablemente sea preferible a la intermediación de las instituciones cuyos pasivos están garantizados por sus fondos propios. Esta financiación no sólo puede ayudar a reducir las probabilidades de quiebra de estas instituciones, sino que el



acceso generalizado a los mercados de capital puede actuar como una forma de seguro, al proporcionar a las empresas una fuente de financiación alternativa en caso de que el sistema bancario atravesara dificultades.

Sin embargo, esta financiación modifica la naturaleza de los riesgos, ya que en la medida en que un acceso más generalizado a los mercados de capital permita un mayor apalancamiento del sector empresarial, la vulnerabilidad de la economía puede aumentar ante una desaceleración y unos tipos de interés más elevados. Además, si la confianza en los mercados de capital llegase a experimentar un cambio brusco, se podrían generar dificultades de liquidez que, de no solventarse con rapidez, podrían ocasionar problemas de calidad crediticia al sector bancario. Estos obstáculos pueden aparecer bien de forma directa, si los bancos proporcionan líneas de crédito de respaldo (como ha ocurrido en el mercado de efectos comerciales) o bien de forma indirecta, si las dificultades de liquidez conducen a una desaceleración generalizada de la economía.

... aunque los bancos continúan expuestos a las turbulencias de los mercados

Transmisión del riesgo del crédito

La aparición y el crecimiento de mercados que facilitan una mejor transmisión del riesgo entre instituciones financieras también han contribuido a su reciente capacidad de recuperación. En ese sentido, el mercado más amplio y mejor establecido es el de títulos respaldados por activos. Sin embargo, también se ha observado en los últimos años un crecimiento muy fuerte de los mercados de derivados del crédito, como las titulizaciones sintéticas, y de la negociación de préstamos en el mercado secundario (véase el gráfico VII.8).

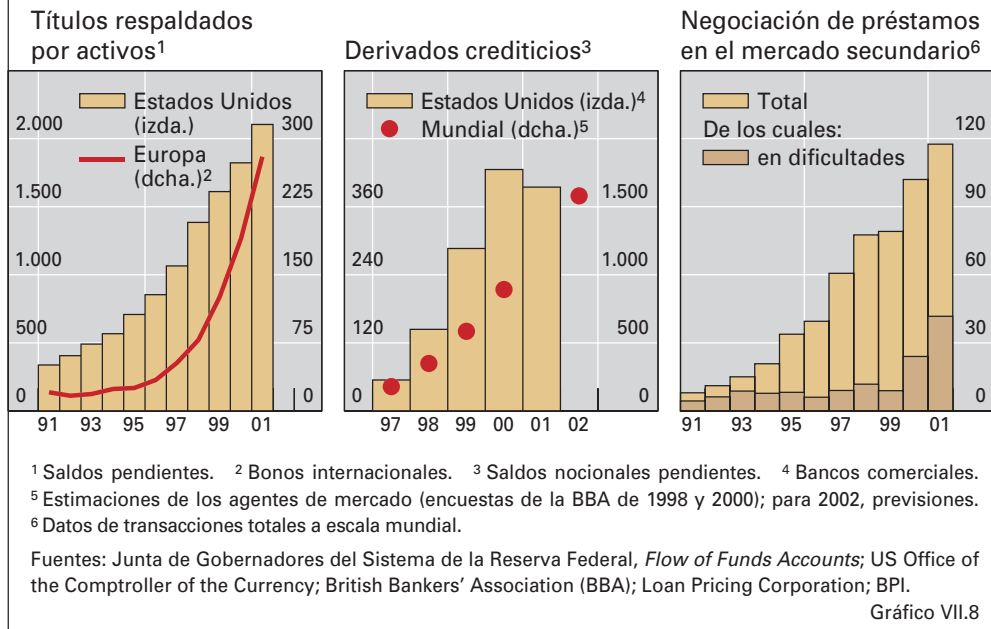
Estos mercados han aumentado la capacidad de recuperación de las instituciones financieras de diversas formas. La más importante es la transferencia del riesgo desde las instituciones que poseen una ventaja comparativa en la concesión de créditos hacia aquellas especializadas en la asunción y gestión de riesgos. Esto permite a las instituciones diversificar sus actividades mejor y fomentar unas pautas de financiación más estables ya que el riesgo acaba siendo asumido por instituciones con horizontes a más largo plazo. Además, estos mercados pueden mejorar la valoración y la transparencia de la evolución de riesgo. Asimismo, las ventas de créditos dudosos permiten a los gestores bancarios centrarse en la parte rentable de su cartera, en lugar de dedicarse a gestionar créditos problemáticos. Durante el último año aproximadamente, a pesar de algunos altibajos, estos incipientes mercados han sido eficaces a la hora de distribuir las pérdidas ocasionadas por una serie de suspensiones de pagos de gran envergadura entre el conjunto del sector financiero.

Los nuevos instrumentos permiten una mejor diversificación ...

Frente a este entorno positivo en términos generales, algunos acontecimientos recientes ponen de manifiesto la existencia de posibles dificultades. En primer lugar, el crecimiento de los instrumentos de transferencia del riesgo crediticio ha estado impulsado hasta cierto punto por el arbitraje regulador, lo que sugiere que el riesgo podría estar concentrándose en las instituciones con regulación relativamente laxa. En segundo lugar, la interdependencia dentro del sistema financiero ha aumentado de tal modo que la capacidad de cada institución para gestionar su riesgo

Indicadores de transferencia del riesgo crediticio

En miles de millones de dólares de EEUU



crediticio depende ahora de la disposición de otras instituciones a asumir riesgos. Además, el alto grado de concentración existente en algunos mercados los hace potencialmente vulnerables a cambios en la conducta de un número relativamente pequeño de agentes. En tercer lugar, la creación de instrumentos financieros complejos puede dificultar todavía más la valoración del nivel general de riesgo y su distribución dentro del sistema financiero. Por último, al igual que sucedió con el mayor acceso a los mercados de capital, la creación de instrumentos que permiten transferir el riesgo crediticio fácilmente puede favorecer la acumulación de apalancamiento en el sector empresarial.

... pero también causan riesgos potenciales

Así pues, aunque los acontecimientos antes mencionados han contribuido sin duda a aumentar la capacidad de recuperación del conjunto de instituciones financieras frente a la situación económica durante el pasado año aproximadamente, la experiencia demuestra que instituciones y sistemas bancarios aparentemente sanos pueden verse en dificultades en un plazo de tiempo relativamente corto. Como ilustran algunas grandes suspensiones de pagos recientes, los problemas pueden aparecer muy rápido cuando falta transparencia y cuando los activos están sobrevalorados o los pasivos infravalorados. En términos más generales, un periodo prolongado de crecimiento lento podría poner al descubierto problemas en los balances que, hasta la fecha, han permanecido ocultos por la suavidad de la reciente contracción. Si esto llegara a ocurrir, la acumulación de deuda de los últimos años se convertiría en un problema más serio.

Continuos problemas en Japón

A diferencia de la mayoría de los sistemas financieros, que han cosechado en términos generales buenos resultados durante los últimos años, el sistema

japonés ha atravesado por grandes dificultades. Ha continuado la caída del crédito concedido al sector privado, y los bancos, tras haber aumentado sus carteras de deuda del Estado japonés durante los años anteriores, han incrementado de forma significativa sus depósitos en el Banco de Japón desde mediados de 2001. Además, el continuo deterioro de la situación del sector empresarial ha provocado un incremento adicional de los préstamos bancarios problemáticos, a pesar del saneamiento de una cantidad considerable de créditos (véase el gráfico VII.9). Como resultado de todo ello, en el ejercicio fiscal de 2001 (cerrado en marzo de 2002) el sistema bancario ha registrado pérdidas por quinta vez en los últimos siete años, con pérdidas acumuladas durante este periodo cercanas a los 15 billones de yenes. Esta cifra equivale casi al 60% del capital en manos de los accionistas a finales de marzo de 1995.

Las nuevas pérdidas sufridas por los bancos japoneses ...

Las pérdidas sufridas en 2001 han provocado la caída del coeficiente entre el capital y los activos ponderados por el riesgo durante el pasado año, de modo que, para los bancos activos en los mercados internacionales, dicho coeficiente se ha situado alrededor del 10,5% a finales de marzo de 2002. Si bien esta cifra no contrasta con los coeficientes de adecuación de capital existentes en otros países, la estructura del capital de los bancos japoneses presenta algunas diferencias. En particular, a finales de marzo de 2002, más de un 20% del capital legal total de los principales bancos estaba compuesto por fondos públicos con un porcentaje similar de activos impositivos diferidos, esto es, que podrán ser realizados en el futuro siempre que los bancos obtengan beneficios suficientes en los cinco años siguientes. Además, muchos expertos consideran que las cifras oficiales de créditos dudosos subestiman la verdadera dimensión del problema. Teniendo en cuenta la coyuntura actual de reducidos tipos de interés, es preocupante que muchos prestatarios en situación precaria puedan satisfacer los pagos de intereses a pesar de no tener grandes expectativas de devolver los principales o incluso de pagar los intereses si los tipos de interés subieran hasta niveles más normales. Calificar estos préstamos de dudosos produciría probablemente la dotación de nuevas y elevadas provisiones, y podría poner en tela de juicio la adecuación del capital de muchos bancos.

... han provocado una caída de los coeficientes de capital

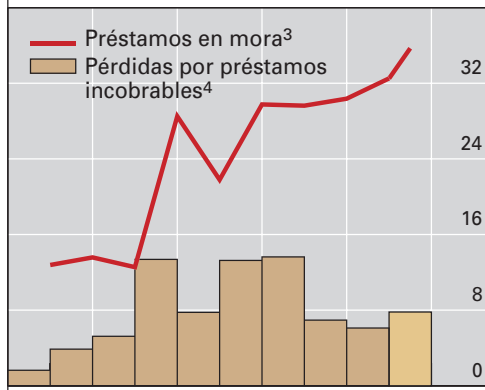
Aunque las dificultades inmediatas radican en la baja calidad del crédito, el problema fundamental del sistema bancario japonés es el reducido nivel de sus márgenes crediticios. Estos márgenes son, en muchos casos, insuficientes para que el capital de los bancos pueda obtener una adecuada remuneración, incluso contando con una economía razonablemente saneada. Esta situación es la consecuencia, entre otros factores, de una feroz competencia por parte de instituciones financieras patrocinadas por el Estado, de las presiones externas que sufren los bancos para proporcionar financiación a pequeñas empresas en condiciones relativamente ventajosas y de una evidente renuencia por parte de muchos bancos para cobrar a los prestatarios con los que tienen relaciones duraderas unos tipos de interés a la altura de los riesgos asumidos.

Entre los problemas actuales se incluyen unos reducidos márgenes crediticios ...

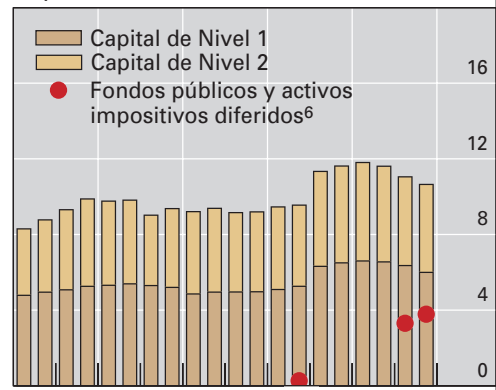
Otro aspecto de la situación japonesa poco habitual en la escena internacional son las relativamente abultadas carteras de valores de renta variable que mantienen los bancos. Durante la mayor parte de los años 90,

Sector bancario japonés

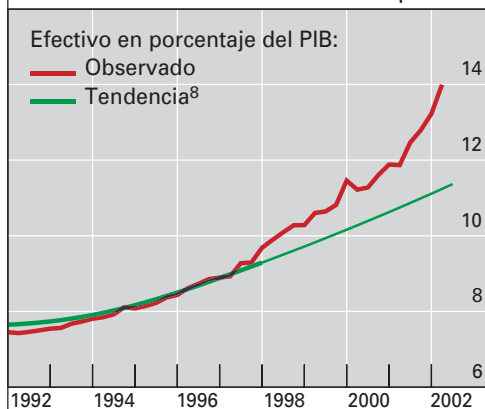
Calidad crediticia^{1, 2}



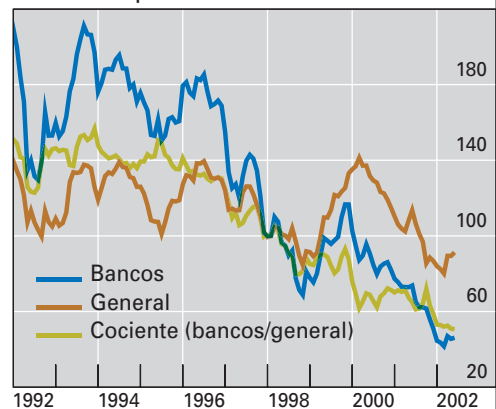
Capitalización⁵



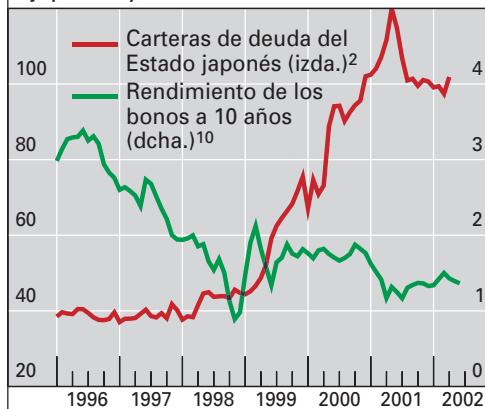
Saldos de efectivo en manos del público⁷



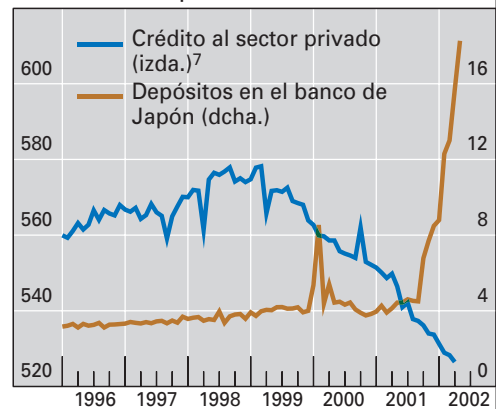
Índices de precios de las acciones⁹



Carteras bancarias de deuda del Estado japonés y rendimiento de bonos



Crédito al sector privado y depósitos en el Banco de Japón²



¹ Los datos se refieren a ejercicios fiscales. ² En billones de yenes. ³ La última observación se refiere a septiembre de 2001. ⁴ Para 2001, sólo incluye los 13 bancos principales. ⁵ En porcentaje de los activos ponderados por el riesgo. ⁶ Incluidos en el capital de nivel 1 y 2. ⁷ Desestacionalizado. ⁸ Aplicación del filtro Hodrick-Prescott durante el periodo 1970-97 y extrapolación para el periodo posterior. ⁹ Base TOPIX; enero 1998 = 100. ¹⁰ En porcentaje.

Fuente: Datos nacionales.

Gráfico VII.9

... abultadas
carteras de renta
variable ...

la obtención gradual de plusvalías en estas carteras contribuyó a compensar el reducido nivel de ingresos procedentes de los márgenes de intermediación y a contrarrestar algunas de las pérdidas procedentes de créditos fallidos. Sin embargo, la caída del mercado bursátil en 2001 y la introducción de una contabilidad basada en los precios de mercado han revertido esta situación,

de modo que las pérdidas procedentes de las carteras de acciones que los bancos han soportado en el ejercicio de 2001 han ascendido a un 7% de su capital legal. Si los precios de las acciones siguieran bajando, se produciría un deterioro aún más significativo de la base de capital de los bancos, dado que el importe de las carteras de renta variable de muchos bancos era superior al de capital de Nivel 1. Otra vulnerabilidad deriva de las importantes carteras de deuda del Estado japonés en manos de los bancos. En la medida en que los bancos no hayan cubierto el riesgo de tipo de interés asociado a estas carteras, un aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo podría generar considerables minusvalías.

Estos problemas se complican aún más por las numerosas participaciones cruzadas de capital entre los principales bancos y compañías de seguros. Los bancos poseen abultadas carteras de deuda subordinada emitida por las compañías de seguros y éstas a su vez ostentan al menos dos de los cinco primeros puestos en el accionariado de muchos bancos. Estos vínculos aumentan el riesgo sistémico, sobre todo, considerando la delicada situación por la que atraviesa el sector asegurador japonés. Muchas compañías aseguradoras han sufrido fuertes pérdidas como consecuencia de desfases no cubiertos entre la duración de sus activos y de sus pasivos, y en los últimos años, muchas de ellas han quebrado. Las participaciones cruzadas también han servido para debilitar la supervisión empresarial, desacelerando de este modo el progreso.

... y participaciones de capital cruzadas

Ante los riesgos existentes, diversos indicadores apuntan a la fragilidad de la confianza en el sistema bancario. En primer lugar, los saldos de efectivo en manos del público han crecido de forma sustancial durante los últimos años, al igual que las ventas de oro al por menor, y ambas tendencias se han acelerado últimamente. En segundo lugar, con la retirada de la garantía de los depósitos a plazo, se ha producido un desplazamiento de fondos hacia los depósitos en cuenta corriente, cuya garantía se mantiene hasta finales de marzo de 2003. En tercer lugar, los bancos de mayor tamaño, considerados como más seguros o más susceptibles de recibir ayudas públicas, han visto incrementarse sus depósitos a expensas de los bancos regionales o de los bancos más pequeños. En cuarto lugar, la evolución de los precios de las acciones bancarias, con caídas cercanas a un 50% desde principios de 2000 hasta finales de mayo de 2002, ha sido más negativa que la del conjunto del mercado, que ya era en general muy débil. Por último, se ha reducido la calificación crediticia media de los bancos japoneses, aunque la caída se ha visto limitada por la posibilidad de ayudas públicas y por el hecho de que las calificaciones de partida no eran altas. Por el contrario, la "prima japonesa" sigue siendo relativamente reducida, debido a la escasa necesidad de financiación exterior que tienen los bancos japoneses, así como al compromiso del gobierno japonés para intervenir en caso de producirse una crisis sistémica.

La confianza se halla debilitada

En conjunto, la actual situación que vive Japón subraya los fuertes vínculos bidireccionales existentes entre la economía real y el sistema financiero: la debilidad económica está dañando al sistema bancario, y la mala situación de éste impide la recuperación económica. A pesar de las

voluminosas inyecciones de liquidez instrumentadas por el Banco de Japón, el crédito al sector privado sigue disminuyendo debido a un excesivo endeudamiento del sector empresarial y a unas instituciones financieras en pérdidas (véase el capítulo IV). Cuanto más duradera sea la contracción económica, más probable será que se expandan los problemas de calidad crediticia, incluso más allá de los sectores inmobiliarios y de la construcción. Esta situación cuestionaría la capacidad de muchos bancos para sobrevivir sin inyecciones de capital adicionales, tanto del sector privado como del sector público.

La resolución de los problemas requiere medidas para mejorar los balances

Ante estas interacciones, la resolución de estos problemas requiere una actuación simultánea, tanto en el frente macroeconómico como en el financiero. En concreto, es crucial poner en marcha un conjunto de políticas que combine medidas macroeconómicas acomodaticias con acciones creíbles que eleven la calidad de los balances de las instituciones financieras. El endurecimiento de la regulación en materia de clasificación de préstamos y las recientes inspecciones especiales son sin duda medidas adecuadas, pero aún queda mucho por hacer. Además, es necesario llevar a cabo una reasignación de recursos reales y financieros, trasladándolos desde las empresas con dificultades hacia las que puedan realizar una gestión más eficaz de estos recursos. Este proceso sería más sencillo si se permitiera el equilibrio en los mercados de activos, de modo que los movimientos de precios esperados no presenten un sesgo bajista. Cuanto más tiempo requieran tales reformas, peores serán las perspectivas de una recuperación rápida y sostenible. A medio plazo, la evolución de los mercados de capital japoneses, un mayor uso de las políticas de precios basadas en los riesgos asumidos y una mejora de la supervisión en las empresas financieras serán elementos decisivos para que aumente la capacidad de recuperación tanto del sistema financiero japonés como de su economía en general.

Cuestiones de política económica

Los vínculos entre el sistema financiero y la economía real generan problemas de difícil solución

La evolución del sistema financiero puede tener importantes efectos sobre la economía, como demuestra la experiencia de Japón y de otros países. La liberalización de los sistemas financieros ha aumentado el potencial de tales efectos, al mismo tiempo que ha supuesto mejoras graduales en la valoración y gestión del riesgo, que están contribuyendo a fomentar la estabilidad tanto del sistema financiero como de la economía en su conjunto. Esta liberalización, también ha hecho que las autoridades económicas, en especial las dedicadas a la regulación financiera, hayan vuelto a centrar su atención en algunas cuestiones que vienen de antaño pero que todavía siguen vigentes. La primera de ellas es cómo garantizar que el sistema financiero estimule la tasa de crecimiento sostenible más rápida posible. La segunda es asegurar de la manera más factible la contención del potencial de amplificación financiera del ciclo económico.

Las respuestas a ambas cuestiones son, en muchos aspectos, similares. La regulación y supervisión financieras de alta calidad, la amplia difusión de la información financiera, la supervisión empresarial eficaz y unas políticas

macroeconómicas sólidas son elementos centrales de cualquier estrategia que trate de evitar la amplificación innecesaria de los ciclos económicos y de estimular el crecimiento a largo plazo. Pero también pueden aparecer disyuntivas en este terreno. En concreto, una de las características de los excesos financieros es la financiación de inversiones muy arriesgadas. Aunque la mayor parte de estas inversiones acaban fracasando, las que tienen éxito introducen, a veces, innovaciones que posibilitan un futuro crecimiento económico. Una estrategia de política financiera que consiguiera contener tales excesos podría evitar los enormes costes asociados en ocasiones a la inestabilidad financiera, pero en detrimento del crecimiento económico a largo plazo.

Si bien se suele afirmar que estas cuestiones de índole macroeconómica están fuera del marco de actuación de las autoridades encargadas de la regulación financiera, las interrelaciones existentes entre esta última y el entorno macroeconómico han suscitado un creciente interés en los últimos años. Tres cuestiones muy relacionadas han recibido una atención especial, dada la recurrencia de los ciclos financieros. La primera de ellas se refiere a la capacidad de los sistemas de regulación financiera para incorporar una dimensión de prudencia macroeconómica (macroprudencial) o sistémica. La segunda hace referencia a la posibilidad de que los requisitos de capital ponderados por el riesgo puedan amplificar o amortiguar los ciclos económicos. La tercera y última consiste en saber hasta qué punto el valor de las carteras de créditos bancarios debería reflejar consideraciones a largo plazo, como las perspectivas económicas generales.

La medición del riesgo y la regulación macroprudencial

A menudo se considera que el objetivo de la regulación bancaria es reducir las posibilidades de quiebra de *cualquier* banco, en parte para proteger los intereses de los depositantes, que encuentran dificultades a la hora de valorar la solvencia de las instituciones en las que invierten sus ahorros. Por el contrario, el objetivo de la regulación podría ser limitar la posibilidad de que la evolución del sistema financiero tenga un impacto negativo sobre el entorno macroeconómico. Desde esta perspectiva macroprudencial, las quiebras bancarias serían motivo de preocupación si tuvieran el potencial necesario para poner en peligro la situación macroeconómica.

Estas dos perspectivas pueden conducir a una serie de sutiles diferencias de énfasis, que sin embargo pueden ser importantes. En primer lugar, un enfoque macroprudencial podría centrarse sólo en las instituciones que se consideran importantes desde el punto de vista sistémico. En segundo lugar, esta perspectiva podría prestar mayor atención a los riesgos comunes a todas las instituciones y a la posibilidad de que tales riesgos puedan verse afectados por nuevos desequilibrios, ya sea en la economía real o en el sistema financiero. Y en tercer lugar, es muy probable que este enfoque tenga en cuenta las posibles respuestas de la economía ante modificaciones de la regulación financiera.

La regulación bancaria desde las perspectivas microeconómica y macroeconómica

A pesar de estas diferencias, los dos puntos de vista no necesariamente han de ser contradictorios. De hecho, como demuestra claramente la experiencia, los acontecimientos macroeconómicos han producido muchas quiebras bancarias y, a su vez, muchas quiebras han tenido efectos macroeconómicos. Esto sugiere que un sistema de regulación con una orientación macroprudencial también podría contribuir, en caso de aplicarse con éxito, a fortalecer la situación de las instituciones financieras. También implica que los factores macroeconómicos deben incorporarse en la medición del riesgo crediticio, tanto de cada institución como del conjunto del sistema.

Desde ambas perspectivas, es importante analizar las variaciones que experimenta el riesgo de crédito con el tiempo

Sin embargo, el avance en esta dirección dista mucho de ser fácil. Por una parte, se suele afirmar que el historial de acierto de los analistas económicos es tan pobre que apenas tiene sentido realizar pronósticos y evaluar desequilibrios agregados a la hora de medir el riesgo de crédito, sobre todo cuando se analiza la situación de cada prestatario por separado. Esta perspectiva suele considerar el riesgo bajo durante una fase expansiva, y alto en fase de desaceleración. Por otra parte, hay pruebas que apuntan a que un crecimiento rápido y sostenido del crédito, acompañado de fuertes subidas de los precios inmobiliarios y/o del capital social, es un indicador útil de futuras tensiones financieras. Aunque esta situación no siempre acaba en un aumento de las pérdidas procedentes de créditos, la experiencia demuestra que podría aumentar perfectamente la incertidumbre acerca de las pérdidas futuras, sobre todo si se produjeran costosos ajustes en los balances de situación y en los precios de los activos. En tal caso, una medición adecuada del riesgo de crédito implicaría un nivel relativamente elevado del mismo, incluso en una economía funcionando a pleno ritmo.

De cara al futuro, un reto importante al que han de enfrentarse los bancos, los supervisores financieros y las autoridades responsables de la estabilidad financiera consiste en hallar modos eficaces de incorporar las consideraciones macroeconómicas en las medidas del riesgo de crédito. Seguir en esta línea es esencial para que la política de regulación financiera tenga una orientación más macroeconómica, lo que contribuiría asimismo a reducir las diferencias entre los dos enfoques de la regulación.

Requisitos de capital ponderados por el riesgo

Con Basilea II, los requisitos de capital mínimo ...

Una de las circunstancias que ha atraído la atención sobre la medición del riesgo ha sido la propuesta del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea de vincular el requisito de capital mínimo de un banco con el grado de riesgo *calculado* que incorporan sus activos. En estas propuestas, y al contrario de lo recogido en el actual Acuerdo de Capital de Basilea, el requisito de capital de una cartera concreta se modificaría con el tiempo, según las variaciones del riesgo de cartera calculado.

... podrían aumentar durante las contracciones económicas

Este aspecto de las propuestas ha suscitado un debate considerable. Desde una perspectiva macroprudencial, sería deseable que el capital se elevara durante las expansiones económicas y que luego se permitieran reducciones del mismo durante las contracciones económicas, aunque nunca por debajo de un nivel mínimo. Además, podría ser más fácil y menos costoso

aumentar el capital durante las expansiones que hacerlo en situaciones de tensión del sistema bancario. Sin embargo, preocupa que estas propuestas de modificación del Acuerdo de Capital pudieran generar una evolución contraria de los requisitos de capital mínimo. En concreto, los actuales métodos de evaluación de la calidad de las carteras de créditos bancarios indican que, en general, el riesgo del crédito se reduce durante las fases expansivas y aumenta durante las desaceleraciones. Por consiguiente, los requisitos de capital mínimo para una cartera de créditos dada podrían reducirse durante las expansiones y elevarse durante las contracciones.

Para responder en parte a la preocupación suscitada por los posibles efectos de tales movimientos sobre la situación macroeconómica, el Comité de Basilea propuso, a finales de 2001, reducir el ritmo al que aumenta el requisito de capital mínimo a medida que se deteriora la calidad del crédito de un prestatario. Así pues, al empeorar la calidad calculada del crédito durante las desaceleraciones económicas, la modificación propuesta reduciría el consiguiente incremento de los requisitos de capital mínimo. Las simulaciones efectuadas indican que el efecto podría ser sustancial, ya que las fluctuaciones de los requisitos de capital mínimo podrían llegar a disminuir en aproximadamente un tercio. Además, la modificación propuesta también podría reducir de forma significativa el requisito de capital de los préstamos concedidos a muchas pequeñas empresas.

Quizá más importante es que otros aspectos incluidos en el Nuevo Acuerdo también podrían amortiguar los posibles efectos procíclicos generados por unos requisitos de capital mínimo más elevados durante las desaceleraciones económicas.

En primer lugar, el mayor énfasis concedido a la cuantificación del riesgo está revolucionando la medición y gestión del riesgo de crédito, gracias a lo cual los problemas de calidad crediticia podrían detectarse ahora en fases más tempranas del ciclo económico. Esto debería contribuir a la adopción de medidas correctoras más oportunas de lo que ha sido habitual hasta ahora, y así los problemas podrían atajarse antes de que llegaran a amenazar la fortaleza de los bancos o del sistema bancario financiero en su conjunto.

Sin embargo,
una mejor
cuantificación del
riesgo ...

En segundo lugar, la exigencia de proporcionar amplia información, incluyendo detalles sobre la calificación crediticia de los préstamos bancarios, podría limitar cualquier tendencia a la baja de los coeficientes legales de capital durante las expansiones. Las contrapartes podrían preocuparse legítimamente si, durante una expansión, el banco elevase su apalancamiento, frente a una disminución de su requisito de capital mínimo tras una reevaluación más favorable de su cartera de créditos. En consecuencia, los colchones de capital por encima del coeficiente legal mínimo aumentarían cuando la situación económica es positiva y caerían cuando es negativa. La eficacia de este tipo de disciplina de mercado se vería reforzada si los bancos hicieran públicos los resultados de simulación de crisis bajo distintos escenarios macroeconómicos, incluyendo el grado de variación del requisito de capital mínimo durante una desaceleración. También es posible que una mayor difusión de la información condujese a medidas

... la transparencia
de la información ...

correctoras más tempranas y a un mayor rigor por parte de las autoridades reguladoras.

... y la labor de supervisión ...

En tercer lugar, las agencias supervisoras estarán obligadas a evaluar si un banco se encuentra adecuadamente capitalizado *aunque* satisfaga los requisitos de capital mínimo. Las consideraciones relativas al ciclo económico podrían ser importantes a la hora de llevar a cabo tales evaluaciones, y de nuevo, las simulaciones de crisis podrían ser particularmente útiles.

... deberían amortiguar los efectos procíclicos

En última instancia, estos cambios en la conducta de los agentes pueden terminar contribuyendo enormemente a la estabilidad financiera mediante las modificaciones propuestas al Acuerdo de Capital. A pesar de ello, seguirá siendo necesario vigilar de cerca el efecto de las fluctuaciones cíclicas en los requisitos de capital mínimo.

Dotación de provisiones basada en perspectivas futuras

El valor de los créditos y la rentabilidad registrada por los bancos ...

El tercer aspecto se refiere a las reglas contables que rigen la valoración de las carteras de créditos bancarios. Esta cuestión, que hasta hace poco apenas recibía atención, es particularmente importante, dado que una valoración adecuada supone una condición *sine qua non* para que los requisitos de capital tengan sentido y para que la difusión pública de la información sea pertinente.

... se ven influidos por una normativa de dotación de provisiones que suele ponderar en mayor medida el pasado

En la contabilidad de costes tradicional, los préstamos se valoran normalmente en el importe pendiente de pago minorado por cualquier provisión efectuada por riesgo de insolvencia. Así pues, las modificaciones introducidas durante cada periodo en el nivel de provisiones representan un gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias del banco. Si bien las reglas que gobiernan la dotación de provisiones difieren de unos países a otros, estas reglas limitan en muchos casos la capacidad del banco para reducir el valor contable de un préstamo cuando la calidad crediticia del prestatario se ha deteriorado, aunque no lo suficiente como para que la insolvencia sea probable. Por consiguiente, estas reglas pueden hacer que la dotación de provisiones se retrase demasiado dentro del ciclo económico. Un enfoque más orientado hacia las perspectivas futuras podría conducir a una presentación más fiable de los resultados financieros de los bancos y, al mismo tiempo, a una reducción del carácter procíclico de los beneficios declarados. Estas circunstancias podrían ser importantes dada la tendencia de los bancos a expandir el crédito cuando los beneficios registrados son elevados y a contraerlo cuando son reducidos.

Sería conveniente un sistema que pondere en mayor medida las perspectivas futuras para lo que existe toda una gama de posibilidades ...

En este contexto han aparecido una serie de nuevas ideas. Por ejemplo, el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad está proponiendo que se dote una provisión siempre que el valor presente descontado de los flujos de caja esperados asociados a la cartera de créditos difiera del importe de la cartera (normalmente, el volumen pendiente de cobro). De utilizarse el descuento de los flujos de caja esperados utilizando la tasa interna de rendimiento esperada en el momento de crear la cartera, los créditos normalmente se contabilizarían a su valor facial en la situación inicial. Sin embargo, su valor evolucionaría posteriormente según los cambios experimentados por la calidad del crédito. Este método podría considerarse

como un paso hacia una valoración contable justa de los préstamos, aunque también evitaría modificaciones en la valoración de los créditos como consecuencia de fluctuaciones tanto en la curva de rendimientos libres de riesgo, como en la liquidez de los mercados, o en las primas de riesgo. El principal problema de esta propuesta es que la valoración de los créditos depende en gran medida de los juicios de valor de la dirección del banco.

Otra idea consiste en requerir que se dote de una provisión siempre que las pérdidas efectivas registradas durante un periodo contable sean inferiores a las pérdidas esperadas, para posteriormente permitir una reducción de estas provisiones cuando las pérdidas reales superen a las esperadas. En España se ha implantado un sistema similar que también podría reducir el carácter procíclico de los beneficios bancarios. Además, podría contribuir a retener dentro del banco los ingresos procedentes de intereses obtenidos durante los años favorables, en lugar de permitir su distribución como dividendos a los accionistas. No obstante, esta idea ha sido criticada por conducir a un proceso de dotación de provisiones excesivamente regulado, en vez de basarse en una evaluación completa de las perspectivas de devolución de los créditos por parte de los prestatarios.

Una tercera idea consiste en obligar a los bancos a dotar provisiones por un importe igual a las pérdidas esperadas por impagos de préstamos durante un periodo futuro, como por ejemplo el siguiente año. Este enfoque implicaría la dotación de una provisión en el momento de la concesión del crédito, lo que supondría el reconocimiento casi inmediato de las pérdidas potenciales derivadas del crédito concedido. Sin embargo, también significaría que los créditos adecuadamente valorados se contabilizarán en el mismo momento de su concesión por un importe inferior a su auténtico valor facial. Si bien este enfoque conservador es del agrado de algunos reguladores prudenciales, otras autoridades reguladoras temen que pueda dificultarles, tanto a ellas mismas como al mercado, la estimación del auténtico valor de la cartera de créditos de un banco.

Es evidente que cada una de estas ideas presenta sus propias ventajas e inconvenientes. No obstante, comparten dos interrogantes importantes. El primero se refiere al grado en que los agentes externos pueden verificar las valoraciones de las carteras de créditos resultantes. Muchas aproximaciones a la dotación de provisiones basadas en perspectivas futuras, como la contabilidad por el valor justo de instrumentos que no cotizan en ningún mercado, dependen de la evaluación que hagan los propios bancos de la solvencia de sus prestatarios. Ahora bien, el grado de transparencia y credibilidad con que puedan llevarse a cabo tales evaluaciones todavía es motivo de discusión. El segundo interrogante tiene que ver con el grado de influencia que las predicciones macroeconómicas deberían tener sobre el cálculo de los flujos de caja o de pérdidas esperados. El reto para las agencias supervisoras y de creación de normas consiste en desarrollar métodos de valoración que tengan en cuenta adecuadamente la capacidad de los prestatarios para satisfacer sus obligaciones en el futuro y que puedan ser auditados y verificados por agentes externos.

... que suscitan interrogantes sobre la verificación

En conclusión, las cuestiones relativas al efecto que tiene la situación económica y la evolución del sistema financiero sobre la medición del riesgo del crédito, el nivel adecuado de capital que deben mantener los bancos y la valoración de préstamos son complejas, están íntimamente relacionadas y entrañan una enorme dificultad. No obstante, son de una importancia fundamental teniendo en cuenta, sobre todo, el potencial del sistema financiero como fuente significativa de fluctuaciones macroeconómicas. De cara al futuro, un reto importante para las autoridades económicas consiste en garantizar que el sistema financiero y la economía se refuercen mutuamente de forma positiva, en lugar de hacerlo por vías conducentes a una agudización de las fluctuaciones de la economía y a un mayor riesgo de inestabilidad financiera.

VIII. Conclusión: haciendo frente a posibles temporales

Si miramos retrospectivamente el periodo analizado, hay razones para estar bastante satisfechos. Teniendo en cuenta las tensiones y turbulencias que afectaron a la economía mundial, su evolución podría haber sido mucho peor. Un conjunto contundente de políticas macroeconómicas de estímulo, sumado a un sector financiero fortalecido por las reformas estructurales, ha resultado crucial a tal efecto. Pero mirando al futuro, no hay que perder de vista dos datos importantes. Aunque los resultados de crecimiento, beneficios y empleo obtenidos podrían atribuirse en parte a los inesperados acontecimientos, lo cierto es que estos resultados nos han situado en una senda de expansión menor de la que muchos analistas habían pronosticado. En consecuencia, los planes de ahorro en algunos países tendrán que acabar por ajustarse al alza. Además, nada garantiza que las actuales expectativas más moderadas lleguen a materializarse en la práctica. De hecho, sigue existiendo una gran cantidad de riesgos e incertidumbres que pondrán a prueba los límites de nuestra comprensión de los procesos económicos y de las políticas sólidas.

A mediados del año pasado, muchos expertos todavía anticipaban una rápida recuperación de la economía mundial, pero actualmente, las expectativas son más limitadas, en un entorno caracterizado por una recuperación atípicamente moderada de lo que fue en algunos países una contracción marcadamente superficial. De todos modos, el proceso que se espera cimiento esta recuperación continúa siendo el tradicional. La enorme caída de las existencias observada en muchos países se ha paralizado o incluso ha llegado a invertirse parcialmente. A medida que se recupera la producción, aumentan los ingresos y la confianza de los consumidores, lo que estimula el gasto de las familias. Al mismo tiempo, al aumentar los beneficios, la inversión repunta, lo que nutre a su vez una recuperación sostenible y fomenta la expansión. Asimismo, se resta importancia a los vientos en contra que soplan en el temporal por el que atraviesa el sector financiero.

Es justo aquí donde hay que plantearse algunos interrogantes, ya que los últimos años, incluso dejando a un lado las perturbaciones, no han sido precisamente muy normales. La expansión de finales de la década de los 90, caracterizada por un fuerte incremento de la expansión del crédito, de los precios de los activos y de la inversión en capital fijo (especialmente en los países de habla inglesa) no fue en absoluto un fenómeno corriente. El ciclo alcista se invirtió tras el desplome de los beneficios y de la inversión, y no tanto a consecuencia del fuerte incremento de la inflación y la correspondiente respuesta de la política monetaria. Se trata de nuevo de un fenómeno que se sale de lo habitual. Además, la fase contractiva ha sido extraordinaria en dos importantes aspectos. En muchos países (especialmente

en Estados Unidos) el consumo ha seguido creciendo a un ritmo especialmente rápido, a pesar de la desaceleración económica y, afortunadamente, lo mismo puede decirse del incremento de la productividad. De estos acontecimientos poco corrientes surgen los interrogantes acerca de cómo y en qué medida estas características del pasado reciente podrían condicionar, para bien o para mal, el futuro.

Las respuestas no son sencillas. Para realizar un pronóstico acertado es necesario, en primer lugar, comprender el mecanismo por el que las vicisitudes de la economía real afectan la fortaleza del sistema financiero. Por ejemplo, supongamos que la economía mundial fuera a experimentar una vigorosa recuperación. ¿Qué efectos tendría este hecho sobre las expectativas de inflación y sobre los tipos de interés de los bonos? ¿Cuáles serían, en cambio, los efectos de una recuperación económica sólo moderada sobre los reducidos niveles de beneficios actuales y los precios de las acciones ya elevados de por sí? ¿Cómo repercutirían después estas posibilidades en la situación de las instituciones financieras? Y continuando con esta línea de razonamiento, ¿de qué modo se vería afectada la economía real, a su vez, por las modificaciones de las variables financieras, dado el actual punto de partida caracterizado por unos niveles de deuda que también son especialmente elevados? Lo cierto es que nuestro conocimiento de cada uno de estos eslabones es escaso, y la posibilidad de que se produzcan interacciones imprevistas entre los distintos factores hace que nuestra comprensión del proceso en su conjunto sea todavía más limitada. Podría ocurrir que los acontecimientos se reforzasen armoniosamente, de modo que la situación marchara bien, pero es perfectamente posible que acabaran por actuar de forma desordenada. Como se expone más adelante, un buen consejo de política económica sería esperar lo primero pero prepararse por si se presenta lo segundo.

Los resultados se verán condicionados tanto por los imprevistos como por las futuras decisiones de política económica. En cuanto a los primeros, algunos de ellos preocupan más que otros. En caso de producirse nuevos atentados terroristas, éstos podrían minar la confianza y restringir el consumo y la inversión, además de asestar otro duro golpe al sector asegurador ya de por sí debilitado. La escalada del conflicto en Oriente Medio y las consiguientes interrupciones en el suministro de petróleo elevarían los precios y reducirían aún más el poder adquisitivo en la mayoría de los países. Las actuales tensiones comerciales podrían agravarse, perjudicando a todos, en especial a los sectores poblacionales más pobres. Aun así, no hay que olvidar que otros imprevistos también podrían tener repercusiones positivas. El mundo no ha agotado en absoluto las actuales posibilidades tecnológicas, ni siquiera en los países más avanzados. La difusión a otros países de los incrementos de productividad obtenidos en Estados Unidos contribuiría a mejorar la situación a escala internacional. Además, el proceso de búsqueda de nuevos avances tecnológicos y sus aplicaciones rendirá elevados dividendos a la larga.

Aunque la balanza siga inclinándose hacia el lado contractivo, ha de subrayarse el considerable poder de la política económica tanto para prevenir

acontecimientos negativos como para amortiguar sus efectos nefastos sobre la economía, si llegaran a producirse. Las guerras comerciales no son inevitables, y es posible resistir la tentación de utilizar el petróleo como arma política. La tendencia subyacente de la inflación es positiva en buena medida y, en los últimos años, se ha producido una importante consolidación fiscal, todo lo cual aumenta el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas. Los acontecimientos recientes también atestiguan la creciente capacidad de recuperación del sistema financiero. En suma, aunque persisten los motivos de preocupación, también existen algunos elementos tranquilizadores.

Factores que condicionan el panorama económico

Una importante característica positiva de la última década ha sido la quiescencia de la inflación mundial. Este hecho ha sido particularmente sorprendente en países donde hubiera cabido esperar que la sustancial depreciación del tipo de cambio se hubiera transmitido a los precios, pero donde sin embargo no lo hizo. El mérito lo tiene en gran medida la mayor credibilidad de la que han gozado los bancos centrales tanto en los países industrializados como en las economías emergentes. Las autoridades monetarias han adoptado el serio compromiso de conseguir y mantener bajas tasas de inflación, y parece que las expectativas de inflación incorporadas en los contratos salariales y de otro tipo se han orientado más hacia el futuro y han quedado mejor ancladas, siendo ahora menos probable que respondan a aumentos aislados de precios.

La favorable evolución de la inflación, a pesar de ser un motivo de orgullo legítimo para los bancos centrales, refleja también otra fuerza secular, a saber, un potencial de crecimiento de la economía mundial por el lado de la oferta más rápido que en el pasado. Entre los factores que han contribuido a elevar ese potencial se encuentran los procesos de liberalización económica emprendidos en un gran número de países, entre los que cabe destacar Corea y China. Junto con una estrategia de crecimiento orientada hacia la exportación, dichos procesos liberalizadores ayudaron a reducir el poder de fijación de precios de las empresas en todo el mundo. Los avances tecnológicos, especialmente en Estados Unidos, así como una rápida difusión de los mismos, también han tenido un impacto significativo en el crecimiento de la productividad. La liberalización financiera impulsó aún más la reacción por el lado de la oferta, aunque no siempre de forma deseada. Las nuevas ideas con potencial productivo se financiaron fácilmente, pero también lo fueron muchas otras iniciativas. En la actualidad, apenas hay dudas de que una gran parte de la inversión mundial en el sector de la tecnología de la información nunca será rentable, y gran parte de ese exceso de capacidad está aún pendiente de llevarse a pérdidas. Los factores citados anteriormente siguen estando presentes e incluso algunos de ellos se están consolidando. Sumado a una persistente escasez de la demanda en Japón y en parte de Europa continental, el resultado es que las tendencias mundiales de los precios de los bienes y servicios comerciables en los mercados mundiales

podrían permanecer deflacionarias, incluso si el incremento de la remuneración de los trabajadores y del precio del petróleo siguiera manteniendo vivo un posible riesgo inflacionario a corto plazo.

En estas circunstancias, los países de habla inglesa se convirtieron de hecho, durante gran parte de la última década, en importadores de última instancia de la escena internacional. Los tipos de interés se mantuvieron relativamente bajos en Estados Unidos, a pesar de que la expansión económica se prolongó hasta alcanzar una duración histórica. La inversión de las empresas y el gasto de las familias experimentaron un considerable aumento y ambos sectores recurrieron de forma significativa a la financiación mediante endeudamiento. El ejemplo más reciente de esta conducta es el pronunciado aumento del endeudamiento hipotecario y el incremento, incluso más intenso, de la refinanciación de créditos hipotecarios en muchos países, en parte como reacción a los recortes de los tipos de interés a partir de enero de 2001. Buena parte de la financiación obtenida parece haberse utilizado para mantener el consumo en unos niveles extraordinariamente altos durante la fase de desaceleración económica.

Actualmente, la cuestión primordial consiste en saber hasta qué punto las consideraciones relativas a la situación patrimonial supondrán una carga en los planes de gasto futuro. Por una parte, los niveles de endeudamiento de las familias y las empresas en una serie de países de habla inglesa parecen muy altos con relación a la renta disponible y el flujo de caja respectivamente. A menos que los beneficios se recuperen significativamente, las limitaciones del balance y los elevados niveles de exceso de capacidad pueden impedir un repunte de la inversión. Además, el margen para realizar refinanciaciones adicionales de los créditos hipotecarios es mucho menor y las existencias de bienes de consumo duraderos de reciente adquisición son mucho mayores. Por otra parte, las cargas del servicio de la deuda todavía parecen controlables, y la proporción de la deuda con respecto a los activos es todavía relativamente escasa. Sin embargo, estos dos indicadores más positivos podrían deteriorarse en el caso de que los tipos de interés volvieran a subir hasta niveles más normales. Al analizar el aumento de los tipos de interés y su rapidez (suponiendo que la recuperación actual continuase), debe considerarse la posible fragilidad de los balances.

Si nos guiamos por el pasado reciente, la evolución económica a corto plazo en el resto del mundo seguirá muy influida por lo que suceda en los países de habla inglesa y, sobre todo, en Estados Unidos. Los vínculos comerciales internacionales, la mayor integración de los mercados de capital y el importante incremento de las fusiones y adquisiciones transatlánticas hacen que las economías de Europa continental y de Norteamérica apunten cada vez más a la misma dirección. Sin embargo, es aún muy probable que se observen trayectorias de distinta naturaleza. Por ejemplo, a excepción de las empresas de telecomunicaciones, los indicios de desequilibrios de endeudamiento antes citados son mucho menores en Europa. Los niveles de beneficios también se han mantenido relativamente fuertes y, excepto en el sector de las telecomunicaciones, no se aprecian los excesos de inversión que se han visto recientemente en otras latitudes. El elemento más preocupante

en el ámbito empresarial europeo es la presión al alza de los salarios. Dada la situación de competencia internacional, es más probable que la presión al alza de los salarios acabe antes reduciendo el nivel de empleo y el crecimiento potencial que elevando los precios.

En Japón, el balance es mucho menos positivo. Los niveles de deuda del sector privado se mantienen muy elevados según los criterios internacionales, a pesar de que las mayores empresas japonesas tuvieron bastante éxito en sus planes de refinanciación y cancelación de deudas. Los beneficios de estas empresas también han ido creciendo a medida que aumentaban los ingresos por exportación, gracias al incremento de las ventas en el exterior y a la debilidad del yen. Sin embargo, para la inmensa mayoría de las empresas japonesas más pequeñas, que operan dentro de una economía muy cerrada, los beneficios continúan exiguos y el exceso de capacidad instalada sigue siendo la norma. Aunque los consumidores han seguido gastando a un ritmo moderado, el aumento del desempleo y la merma de la confianza podrían reducir aún más el gasto.

Las perspectivas económicas de las economías emergentes también se verán afectadas en gran medida por la evolución que siga el mundo industrializado. En líneas generales, los países asiáticos se encuentran en una posición mucho más favorable que los países de América Latina para obtener buenos resultados en términos de crecimiento e inflación, mientras que las economías en transición de Europa están en una situación intermedia. No cabe duda de que la posición relativamente favorable de la que goza la región asiática se debe al tamaño y a la composición de su sector de bienes comerciables. Para las perspectivas de los países latinoamericanos, el mayor riesgo quizá proceda del exterior. Si los flujos financieros desaparecen (ya sea por una mayor aversión al riesgo o por la inestabilidad política interna) los déficit por cuenta corriente también tendrán que reducirse mediante la correspondiente disminución del gasto interno. Este proceso podría resultar doloroso, como ya se ha visto en el caso de Argentina y anteriormente en Turquía. Sin embargo, mientras este último país parece encontrarse ahora en la senda de la recuperación (si bien lastrada por una inflación todavía elevada y la erosión de la competitividad) las perspectivas para Argentina son ahora más inciertas que nunca.

Otro importante interrogante de cara al futuro tiene que ver con el grado en que las dificultades y desequilibrios del propio sector financiero internacional podrían moderar una incipiente recuperación. Una primera consideración invita al optimismo, pues aunque la calidad de la cartera de créditos de los bancos de la mayoría de los países industrializados se ha deteriorado en cierta medida, la proporción de créditos dudosos probablemente se mantenga muy por debajo de los máximos alcanzados a comienzos de la década de los 90. Una razón de peso para ello es que los préstamos que han financiado la propiedad inmobiliaria de uso comercial han sido en numerosos países mucho más reducidos durante el presente ciclo que durante el anterior. No fueron los bancos los que proporcionaron el grueso de la financiación especulativa asociada a la "nueva era", sino que se canalizó más bien a través de los mercados bursátiles y de bonos, o incluso fue

directamente facilitada por proveedores e inversionistas de capital de riesgo. La tasa de rendimiento del capital también ha conseguido mantenerse, a pesar de las recientes caídas de los ingresos procedentes de la banca de inversión, de modo que la mayoría de los bancos parecen estar adecuadamente capitalizados. En suma, en la mayoría de los países industrializados la limitación de la oferta de crédito por parte de los bancos no parece que vaya a ser un gran impedimento para el crecimiento.

Una vez puestos de manifiesto estos aspectos positivos, es necesario sin embargo, reseñar que no todas las instituciones financieras se encuentran exentas de problemas. Son bien conocidas las graves dificultades que atraviesa el sistema bancario japonés, a las que se hará referencia más adelante. Además, se observan indicios de un posible aumento de las reticencias por parte de algunos bancos de Europa continental a conceder préstamos, particularmente a las empresas más pequeñas, al mismo tiempo que se muestran menos vacilantes a la hora de retirar el apoyo a los préstamos incobrables. Probablemente, la opinión del mercado bursátil sobre lo inadecuado de las tradicionales estrategias de préstamo se está dejando sentir. También hay que subrayar el hecho de que el sector asegurador internacional se haya visto negativamente afectado por la caída de las rentas de sus inversiones a consecuencia de los descensos de los tipos de interés y de los precios de las acciones. Además, una serie de catástrofes naturales, junto con los acontecimientos del 11 de septiembre, han afectado al ramo de seguros generales. También se ha observado una tendencia de ciertas sociedades, tanto en el negocio del seguro como en el del reaseguro, a contrarrestar esos efectos adversos mediante la entrada en nuevos instrumentos, como los derivados del crédito. Por el momento, se hace difícil evaluar en qué medida esta tendencia puede haber aumentado su exposición a nuevos riesgos.

Volviendo a los mercados financieros, éstos han mostrado una considerable fortaleza hasta la fecha. Aun así, siguen existiendo muchas preocupaciones. Los elevados precios de la renta variable y el tipo de cambio del dólar vienen generando inquietud desde hace mucho tiempo. Los crecientes precios de la vivienda y la continuidad de la financiación a través de los mercados internacionales de renta fija son preocupaciones más recientes. Es verosímil que puedan producirse cambios significativos en alguno de estos ámbitos, cambios que posiblemente repercutirían a su vez de forma negativa en las perspectivas económicas internacionales.

La corrección observada en los precios de las acciones de los sectores de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones ya ha sido muy significativa, y es de esperar que lo peor haya pasado. En el resto de los sectores las caídas han sido sustanciales, si bien las valoraciones convencionales siguen mostrando unos índices generales bastante elevados, sobre todo en Estados Unidos. Este hecho se pone especialmente de manifiesto cuando las cotizaciones se ponderan en términos de beneficios recientes, pero se sigue observando incluso cuando se utilizan previsiones extrapoladas sobre beneficios futuros. Además, como se indicó previamente, da la impresión de que estas últimas estimaciones son demasiado optimistas

bajo el prisma de un contexto macroeconómico más amplio. Otra incertidumbre se refiere a la posibilidad de que haya factores del pasado, desfavorables para los beneficios, que se puedan seguir materializando, dado el prolongado periodo durante el que parecen haberse alterado los beneficios. Es posible que haya que llevar a pérdidas más inversiones fallidas y aumentar las provisiones para los fondos de pensiones. El caso Enron pone de manifiesto la posibilidad de que pueda descubrirse en otras empresas la publicación de beneficios artificiales. Afortunadamente, no parece probable que vaya a producirse una pérdida generalizada de la confianza, sobre todo teniendo en cuenta la perspectiva de incrementos continuos de la productividad.

Las recientes inquietudes sobre los precios de la vivienda no han surgido sólo porque éstos se hayan situado a unos niveles elevados con respecto a las variables fundamentales. El coeficiente entre precios de la vivienda y renta disponible se encuentra casi en máximos históricos en algunos países, aunque no en todos. La misma importancia reviste la rápida subida de los precios de la vivienda en muchos países, que parece estar teniendo una importancia capital a la hora de mantener los niveles de consumo, aunque posiblemente de forma insostenible. En Estados Unidos, las últimas tendencias se han visto reforzadas por las fórmulas cada vez más sencillas de acceso al crédito hipotecario, entre las que se incluyen las empresas patrocinadas por el Estado, y por la pronunciada disminución de las comisiones por el refinanciación de las hipotecas. Preocupa especialmente que el aumento resultante del endeudamiento pueda hacer más vulnerables a muchos prestatarios en caso de dificultades económicas.

La fortaleza del dólar ha estado confundiendo continuamente a sus tradicionales agoreros, quienes justifican en gran medida su pesimismo con el volumen del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Los sucesivos argumentos de esa fortaleza han ido debilitándose ante los nuevos acontecimientos. La explicación más convincente hasta la fecha quizá sea la que combina unas elevadas tasas de rendimiento esperado de las inversiones en Estados Unidos (relacionadas con un crecimiento relativamente rápido de la productividad) con la tardía estrategia de las empresas europeas para alcanzar una presencia internacional. En la práctica, esta reasignación de cartera requeriría un primer paso hacia el mayor mercado mundial, Estados Unidos. Hasta hace poco, el grueso de los flujos de capital que se dirigían de Europa a Estados Unidos estaba compuesto por inversión extranjera directa y compra de acciones. Sin embargo, durante el pasado año, este tipo de flujos se ha reemplazado en gran medida por la compra de bonos, un instrumento más conservador utilizado tradicionalmente por los inversionistas japoneses y de otros países asiáticos. Incluso estos flujos, quizá influenciados por las pérdidas registradas en sus anteriores inversiones en Estados Unidos, se han reducido en fechas más recientes, al intuirse un renovado interés de los inversionistas estadounidense por las oportunidades existentes en Europa.

Dado el historial de las predicciones realizadas en este ámbito, sería arriesgado especular sobre los efectos de estas recientes alteraciones. Incluso si se tiene en cuenta la reciente debilidad del dólar, sería una ingenuidad

contentarse con extrapolar esta tendencia hacia el futuro. Sin embargo, un sencillo cálculo indica que por cada año que Estados Unidos incurre en un importante déficit por cuenta corriente, su deuda externa aumenta. Si Estados Unidos llegara a conseguir la recuperación más sólida entre los principales países industrializados —como esperan ahora muchos analistas— dicho cálculo se cumpliría incluso con mayor certeza. El hecho de que tal cantidad de inversiones de cartera, tanto públicas como privadas, parezcan favorecer enormemente al dólar podría asimismo ofrecer algunas posibilidades de reequilibrio siempre que el periodo de fortaleza del dólar haya pasado definitivamente. Europa cuenta ahora con mercados financieros en euros que coinciden en muchos aspectos clave con los de Estados Unidos. Los esfuerzos para cubrir las posiciones en dólares podrían también repercutir en el valor nacional de los activos denominados en dólares, especialmente si se consideran excesivamente apreciados de por sí.

El último motivo de inquietud generalizada en este terreno está relacionado con algunos de los inconvenientes de los mercados financieros actuales. El más obvio se refiere al hecho de que la mayor oferta de fuentes de financiación puede facilitar un exceso de crédito. La experiencia demuestra que los consumidores, las empresas e incluso los estados no siempre son buenos jueces de su propia capacidad para afrontar el servicio de la deuda, y tampoco lo son sus acreedores. Asimismo, como ponen de manifiesto claramente las actuales dificultades por las que atraviesa Argentina, lo que es controlable en unas circunstancias, puede no serlo en otras.

Un problema estrechamente relacionado con el anterior es que los mercados pueden verse sometidos a cambios bruscos en la confianza de los inversionistas. Esto puede provocar conductas gregarias y la repentina desaparición de la liquidez en sectores clave. Sin embargo, aunque el continuo aumento de la concentración en los mercados financieros pueda conllevar una mejor gestión general del riesgo, podría ser todavía un motivo de preocupación. Por ejemplo, los mercados extrabursátiles de derivados más importantes están dominados por un número muy pequeño de sociedades cuyas calificaciones crediticias se han visto reducidas. Tampoco es reconfortante el hecho de que las ya citadas empresas estadounidenses patrocinadas por el Estado se apoyen en tan pocas sociedades para llevar a cabo la complicada tarea de cubrirse frente al riesgo del mercado y, en particular, frente al riesgo de la cancelación anticipada de hipotecas. Negociar el enorme volumen de transacciones necesarias en un entorno en el que la mayoría de los participantes adoptan estrategias similares y predecibles podría producir oscilaciones perjudiciales de los precios. Asimismo, una modificación sustancial de las circunstancias de uno sólo de estos grandes participantes podría tener implicaciones generalizadas en el conjunto de los mercados financieros. La creciente tendencia que muestran las grandes sociedades a negociar con empresas importantes no haría sino agravar el problema.

Por último, habría que plantearse una cuestión de naturaleza más coyuntural y relacionada con los mercados. ¿Seguirán encontrando los prestatarios, incluidos los de menor calificación crediticia, una acogida tan

alta en el mercado de bonos como en el pasado reciente? A excepción de los bonos de riesgo más alto, los diferenciales de rendimiento han permanecido bastante reducidos. Este hecho parece corroborar la idea de que la recuperación económica prevista reducirá sustancialmente la probabilidad de impago. Sin embargo, si esta opinión cambiase, las empresas y los gobiernos podrían fácilmente enfrentarse a unas condiciones más duras en el mercado financiero, que reducirían aún más la probabilidad de una sólida recuperación económica.

Políticas y medidas de apoyo para un crecimiento sostenible

Cualquiera que sean los procesos económicos que se estén produciendo en un momento dado, unas buenas políticas y prácticas económicas pueden mejorar las perspectivas. Gracias a estos esfuerzos, las tendencias de crecimiento pueden aumentar, la variabilidad cíclica puede reducirse, y la recurrencia y la gravedad de las crisis financieras pueden limitarse. Tanto las políticas macroeconómicas como las macroprudenciales (definidas estas últimas como las medidas diseñadas para reforzar la estabilidad financiera) intervienen en la consecución de estos objetivos. Las reformas estructurales también tienen una importante función que cumplir, no sólo para incrementar la eficiencia de los mercados, sino también para eliminar los desórdenes económicos y financieros de anteriores crisis, que siguen siendo un problema importante en algunos países.

Políticas cambiarias y macroeconómicas

Antes de analizar las políticas macroeconómicas, merece la pena discutir el sistema cambiario en el que éstas operan. Cada vez hay menos economías de mercado emergentes que opten por regímenes de tipo de cambio fijo o ajustable, y por una buena razón, ya que estos sistemas invitan a la especulación desestabilizadora y a las crisis, como se ha visto recientemente en Turquía y Argentina. Además, animan a los agentes residentes a endeudarse en moneda extranjera, a tipos de interés normalmente más bajos, exponiendo así al sector empresarial y posiblemente al sistema financiero del país en cuestión al riesgo de sufrir enormes pérdidas si la divisa nacional acaba por depreciarse. Si bien la flotación es una de las opciones preferidas, otra podría ser la fijación de un tipo de cambio inmutable con respecto a otra moneda más sólida, o bien la creación de una moneda regional. A la luz del gran éxito que ha tenido la introducción del euro, estas cuestiones se están analizando con más detenimiento en las economías en transición y prácticamente en todas las regiones con economías de mercado emergentes. Independientemente de sus ventajas macroeconómicas, cada vez se están valorando más los costes microeconómicos que conlleva mantener una multitud de monedas distintas.

Los países que deciden dejar flotar su moneda no pueden hacer caso omiso de lo que sucede con su valor en la práctica. De hecho, la experiencia reciente indica claramente que muchos países con economías de mercado emergentes han decidido gestionar cuidadosamente la flotación de su divisa. Un motivo obvio es que las fluctuaciones de los tipos de cambio afectan a los

precios internos. En tales casos, sería recomendable utilizar la política monetaria, no para controlar el tipo de cambio *per se*, sino para moderar sus fluctuaciones con el fin de lograr algún tipo de objetivo interno de inflación. Sin embargo, el problema puede complicarse fácilmente. El tipo de cambio puede no responder como cabría esperar a las modificaciones de los tipos de interés oficiales, una posibilidad realista a juzgar por las trayectorias seguidas por las monedas del G-3 en los últimos años. También podrían existir preocupaciones legítimas sobre otros posibles efectos de las fluctuaciones de los tipos de cambio, a saber, las implicaciones para la competitividad y la estabilidad financiera, o los posibles desórdenes en los mercados y crisis inexorables. De hecho, dichas preocupaciones pueden ser incluso más pertinentes en las economías emergentes que en las industrializadas. En tales circunstancias, debería considerarse la utilización de otros instrumentos de política monetaria, que en orden creciente de intrusión irían desde intervenciones verbales, pasando por intervenciones reales, hasta llegar a medidas que limiten la especulación o los flujos de capital. Independientemente de las decisiones que se adopten, también debe prestarse la atención necesaria a los costes a largo plazo de las interferencias con los procesos de mercado, y deberían explicarse al público claramente los motivos de tales políticas.

La tarea de mayor calado para las autoridades monetarias en la pasada década ha consistido en lograr y mantener una inflación reducida. La tarea se ha cumplido con un éxito considerable y el resultado ha sido una evolución económica en general más favorable. Sin embargo, esta situación beneficiosa plantea también nuevos retos, de los que son cada vez más conscientes las autoridades monetarias. El primero de ellos se refiere al momento en que se considera adecuado un endurecimiento de la política monetaria. El segundo está relacionado con la relajación monetaria, en concreto con las restricciones que impone el límite inferior cero para los tipos de interés nominales.

Considérese en primer lugar el endurecimiento de la política monetaria. Si bien es cierto que las expectativas de inflación se encuentran ahora mejor ancladas alrededor de los objetivos oficiales de inflación, también lo es que los desequilibrios subyacentes entre la oferta y la demanda podrían aumentar sin dar muestras de ello. Hasta cierto punto, también podrían aparecer presiones inflacionarias, lo que haría necesaria quizá una respuesta monetaria más contundente. Habría más posibilidades de que se produjera una situación de este tipo si los aumentos observados de la oferta acabasen revelándose como un fenómeno transitorio, debido por ejemplo a un endurecimiento de los tipos de cambio o a unos precios más bajos de las materias primas que acabarían subiendo. Es evidente que nada de esto constituiría un problema en la práctica para la política monetaria si los bancos centrales contasen con mediciones fiables de variables como la tasa de crecimiento potencial de la economía y la tasa natural de desempleo. El problema, obviamente, es que no disponen de ellas.

Con respecto al endurecimiento, otra complicación, quizá más probable, puede surgir cuando la inflación y los tipos de interés son bajos y la confianza es elevada. En tales circunstancias, el apalancamiento resultaría una opción

tentadora y más sencilla, de modo que el crecimiento del crédito se podría acelerar de forma notable. A su vez, esta expansión crediticia podría transmitirse a los mercados de activos, a la riqueza y al gasto. Las caídas resultantes en el coste del capital también podrían provocar aumentos de la inversión que, por sí solos, podrían contribuir a mantener la inflación reducida. Sin embargo, si posteriormente el gasto se redujera, la economía podría verse abocada a un periodo de exceso de oferta e incluso de deflación, con posibles repercusiones en el sistema financiero. Este tipo de ciclo expansivo y contractivo se observó en Japón a finales de la década de los 80 y en Asia oriental durante la segunda mitad de los años 90. En ambos casos, la inflación no hizo acto de presencia y, sin embargo, se produjo una crisis.

Es mucho más sencillo describir estos problemas que proponer soluciones para resolverlos. La decisión de subir los tipos de interés cuando no hay presiones inflacionarias evidentes es difícil, tanto si el precio de los activos está aumentando rápida y simultáneamente como si no. Hay dos buenas explicaciones para este fenómeno. En primer lugar, dadas las incertidumbres económicas y de medición existentes, en cualquier caso, siempre va a haber una alta probabilidad de que un endurecimiento de la política monetaria se revele como una medida equivocada. En segundo lugar, lograr convencer al público y a la clase política de la necesidad de tal medida sería una tarea muy difícil. Ahora bien, si la economía se encontrase realmente en una senda cíclica de expansión y recesión, cuanto más tiempo se permitiera la fase expansiva, mayores serían las consecuencias.

El modo de relajar la política monetaria, cuando la economía se debilita y la tasa de inflación ya es reducida, plantea otras cuestiones de gran interés, ya que podría producirse fácilmente una situación de deflación. Dado que los tipos de interés oficiales nominales no pueden situarse por debajo de cero, la deflación eleva los tipos de interés reales, complicando aún más el problema deflacionario. Además, el grado de agravamiento es directamente proporcional al nivel de deuda pendiente sobre el que se aplica el prodigio del interés compuesto.

Algunos analistas son partidarios de llevar a cabo una relajación monetaria vigorosa para evitar una deflación. Los peligros añadidos que plantea la existencia de altos niveles de deuda, de crucial importancia a la hora de formular las políticas monetarias en los países de habla inglesa, avalan todavía más este enfoque. Sin embargo, en pos de alcanzar el mismo objetivo, otros analistas recomendarían una respuesta más cauta. Una motivación táctica sería el establecimiento de unas expectativas en las que los tipos de interés siguieran cayendo, para mantenerse después en niveles bajos. Este tipo de expectativas produciría una caída de los tipos de interés a largo plazo, estimulando así activamente el gasto. Esta lógica podría aplicarse en buena parte de Europa continental, donde los tipos de interés a largo plazo tienen tradicionalmente mayor importancia y donde actualmente existe un menor exceso de capacidad que limite la inversión. Un argumento adicional en favor de la precaución ya se formuló por vez primera en la década de los 30. Si el problema es cíclico (es decir, tras la expansión viene

la recesión), unos tipos de interés muy bajos pueden obstaculizar el necesario proceso de reducción del exceso de capacidad. Es obvio que este argumento pierde mucha de su solidez si existen otros procedimientos, tales como tribunales activos en los procesos de quiebra y bancos precavidos, que garanticen en cualquier caso la reestructuración de las empresas inviables.

En tales circunstancias, debe considerarse con atención la utilidad de la política fiscal. Si la política monetaria se encontrara cada vez más “empujando una cuerda”, la introspección principal del análisis keynesiano sería que la política fiscal podría seguir desempeñando un papel importante. De todos modos, el gasto público imprudente de las últimas décadas también ha enseñado otras lecciones importantes.

La primera es que también reviste importancia la forma que adopte el estímulo presupuestario. En Japón, por ejemplo, se ha desperdiciado gran parte de la inversión pública masiva en infraestructuras regionales realizadas durante la última década. Obligados a afrontar pasivos futuros y sin activos que puedan compensarlos, no es sorprendente que los consumidores japoneses, que también son contribuyentes, hayan mantenido una enorme cautela. Un cambio de dirección del gasto público en Japón destinado al seguro de desempleo y a otras prestaciones sociales podría contribuir sustancialmente a alentar los cambios estructurales que tan urgentemente necesita ahora Japón.

La segunda lección es la necesidad de prudencia presupuestaria en los periodos de normalidad, con el fin de permitir la flexibilidad en situaciones extraordinarias. La conducta de los gobiernos de muchos países industrializados, y de Europa continental especialmente, ha dejado mucho que desear al respecto, principalmente si se tienen en cuenta las obligaciones futuras relacionadas con las pensiones. En Asia, los costes presupuestarios de las reestructuraciones bancarias podrían situar los coeficientes de deuda en niveles peligrosamente elevados. También se puede ofrecer un corolario de esta llamada a la prudencia. Si el déficit tuviera que aumentar por razones cíclicas, también sería necesario un plan a medio plazo para restablecer con el tiempo la estabilidad presupuestaria. De hecho, una serie de economías de mercado emergentes ya han aprobado legislaciones que garantizan este resultado.

Reformas estructurales y macroprudenciales

Las perspectivas de crecimiento más rápido y menos variable podrían incluso mejorar en muchos países si se prestase mayor atención a las reformas estructurales. En Japón, los principales problemas están profundamente arraigados y relacionados con los obstáculos al restablecimiento de un nivel adecuado de beneficios. Dar solución a estos problemas no será fácil. Aunque el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos ha mejorado en Europa continental más de lo que muchos piensan, aún queda mucho trecho por recorrer antes de que la realidad de los cambios consiga situarse a la par de las promesas políticas de la Cumbre de Lisboa. Desafortunadamente la proximidad de las elecciones en algunos países ha coincidido recientemente con la resistencia de los sindicatos, lo que ha desacelerado este progreso tan

necesario. Se podría decir que recientemente se ha producido igualmente un progreso significativo pero no suficiente en China, India, Rusia y en todo un conjunto de economías de mercado emergentes. Parece que existen dificultades inherentes a la puesta en marcha de reformas estructurales. Los gobiernos deben comprometerse a recorrer un largo camino y esperar una intensa oposición por parte de aquellos que tienen intereses en juego.

Las políticas dirigidas a mejorar la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero también serían de gran ayuda para lograr un crecimiento sostenible. La principal tarea a la que se enfrentan muchos países en este terreno consiste en eliminar los residuos que han quedado de crisis financieras previas o de un dilatado periodo caracterizado por la concesión de créditos fallidos y a tipos de interés excesivamente bajos. Tras años de vacilación, las autoridades japonesas apenas han empezado a suprimir las arraigadas trabas estructurales que afectan a los sectores empresarial y bancario. La utilidad de los estudios especiales sobre créditos potencialmente frágiles llevados a cabo recientemente por la Agencia de Servicios Financieros (FSA) quedará demostrada si a través de ellas se logra que los bancos dejen de conceder créditos a deudores insolventes. Esta circunstancia obligaría a su vez a llevar a cabo una reestructuración del sector empresarial basada en el mercado, en el que se enfrentaría al problema subyacente de los beneficios inadecuados. Sin embargo, este proceso de reconocimiento de las pérdidas también podría poner de relieve la insuficiente capitalización de algunos bancos japoneses y la necesidad de algún otro tipo de intervención pública. Si las autoridades consideran factible esta circunstancia, deberían comenzar ya a preparar al público para posibles aumentos del déficit presupuestario. Sin estas medidas internas, no cabe esperar que un repunte de la actividad económica mundial tenga más efectos sobre Japón que los meramente paliativos.

Por desgracia, parecen perpetuarse problemas similares heredados de errores del pasado también en una serie de economías de mercado emergentes. Por ejemplo, el crecimiento del crédito interno en México no ha logrado recuperarse de la crisis de 1994. De manera análoga, la expansión del crédito en algunos países asiáticos —especialmente en Indonesia— se ha visto obstaculizada. Si esto se debiera a restricciones por el lado de la oferta (como por ejemplo, que los bancos todavía débiles se negaran a financiar a clientes empresariales debilitados) estas dificultades podrían limitar perfectamente las perspectivas de recuperación económica, como fue el caso de Turquía y ahora de Argentina, país que anteriormente contaba con uno de los sistemas bancarios más sólidos de América Latina. Por supuesto, hay que reconocer también las grandes mejoras que parecen haberse llevado a cabo en países como Corea y Malasia. Un análisis exhaustivo de estos casos, así como un estudio de las lecciones extraídas de las anteriores reestructuraciones acometidas en los países nórdicos, podrían ser igualmente útiles para otros países.

La tarea de recuperación de los errores financieros del pasado debe ser paralela al esfuerzo por no cometer nuevas equivocaciones. Como se señaló en la Introducción, se ha avanzado mucho para fortalecer determinados

sectores financieros, el funcionamiento de los mercados y la infraestructura sobre la que se asienta el sistema financiero mundial. Aun así, es necesario que algunos procesos ya en marcha lleguen a buen puerto, y existen además nuevas sugerencias que merecen la atención de los sectores público y privado.

Entre los procesos que deben finalizarse, ninguno reviste mayor importancia que la propuesta del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea diseñado para mejorar la estabilidad de los sistemas bancarios nacionales mediante la redefinición de los coeficientes mínimos de capital, el fortalecimiento de las funciones de las agencias supervisoras y el fomento de la disciplina del mercado. El cambio más importante con respecto a los coeficientes mínimos es que el capital exigido estará ahora mucho más directamente relacionado con el perfil general de riesgo de los bancos. De hecho, este avance es inevitable y refleja una evolución de carácter más general que está teniendo lugar en los mercados de capital, a saber, la de valorar de un modo más eficiente todos los tipos de riesgos. Dependiendo de la sofisticación del banco en cuanto a su gestión del riesgo, se ha propuesto toda una gama de metodologías para evaluar el riesgo de crédito. Además, los coeficientes de capital se han diseñado para incentivar a los bancos a progresar desde métodos más rudimentarios hasta métodos más sofisticados de evaluación del crédito. Dicho esto, ninguna cláusula del Nuevo Acuerdo obliga a los bancos, especialmente a los de las economías de mercado emergentes, a adoptar metodologías más complicadas sin estar antes de acuerdo.

El Nuevo Acuerdo ha sido sometido a profundas consultas tanto con autoridades supervisoras como con representantes del sector financiero de todo el mundo, por lo que su diseño ha durado varios años. Además, estas consultas continuarán en 2003, y su puesta en marcha está prevista para 2006, con el fin de facilitar a bancos y agencias de supervisión un periodo suficiente de preparación. Existe una serie de cuestiones abiertas en el Acuerdo que se siguen analizando, si bien en la mayoría de los ámbitos ya hay conformidad sobre la manera de proceder.

Una cuestión más compleja tiene que ver con el carácter procíclico inherente a los sistemas financieros de mercado y con la influencia que el Nuevo Acuerdo podría tener a este respecto. Como explica el capítulo anterior, las condiciones crediticias se suelen relajar a medida que se va consolidando el ciclo y luego se endurecen cuando éste empieza a decaer. Siempre ha ocurrido así, incluso en el caso del actual Acuerdo, pero han surgido preocupaciones sobre la posibilidad de que esta tendencia pudiera acentuarse con el Nuevo Acuerdo. Las ponderaciones de capital sensibles al riesgo mejoran claramente la evaluación relativa de los diferentes créditos. Sin embargo, esas ponderaciones, que pueden variar en términos relativos, también podrían hacerlo en términos absolutos a lo largo del tiempo. Esta posibilidad podría arrastrar los coeficientes de capital a la baja durante las épocas de expansión y al alza durante las recesiones, lo que tendría efectos procíclicos en los créditos bancarios.

El Comité de Basilea ha analizado cuidadosamente esta cuestión, reconociendo que el pilar supervisor podría tener una misión que cumplir en

este ámbito. Los sistemas de dotación de provisiones orientados hacia el futuro o dinámicos también están siendo analizados en una serie de países. Pero quizá el mejor estímulo sea que el proceso de Basilea ha introducido grandes mejoras en la cultura de la gestión del riesgo y parece probable que lo siga haciendo en el futuro. Un aspecto crucial de esta cultura del riesgo mejorada sería una aceptación más sistemática de que el futuro puede diferir del pasado, que los ciclos volverán a producirse y que los créditos de calidad pueden transformarse en fallidos con mucha facilidad. De manera análoga al llamamiento a la prudencia fiscal anteriormente realizado, los bancos deberían acumular capital durante los buenos tiempos para disponer de él durante los malos. Si así lo hicieran, los temores a un marcado carácter procíclico de la situación financiera se verían en gran medida mitigados.

El proceso de liberalización financiera, tanto externa como interna, que se está llevando a cabo en muchas economías de mercado emergentes, generará una serie adicional de oportunidades y retos. Entre las ventajas cabría incluir servicios financieros de mayor calidad, niveles más elevados de ahorro y una mejor asignación de los recursos reales. Sin embargo, también pueden extraerse algunas lecciones prácticas de las crisis financieras recurrentes de las décadas pasadas. La forma de llevar a cabo la liberalización es esencial, sobre todo en lo concerniente a la balanza por cuenta de capital. Además, el propio periodo de transición puede ser una fase especialmente peligrosa.

Junto a las medidas de fortalecimiento de los sistemas bancarios en las economías de mercado emergentes, debe concederse gran prioridad al desarrollo de los mercados financieros nacionales. Este desarrollo permitiría mejorar la labor de la política monetaria y también contribuiría a evitar las bruscas interrupciones en la concesión de créditos en caso de que el sistema bancario experimentase tensiones. Unos mercados internos más desarrollados implicarían también la existencia de alternativas para el endeudamiento en el exterior, que a menudo conlleva una peligrosa exposición en moneda extranjera por parte de los prestatarios. Las entradas de capital de esta índole también presentan otras implicaciones económicas adversas, como demostró claramente la crisis asiática. Por último, podrían plantearse asimismo medidas de mejora del funcionamiento de los mercados financieros en los países industrializados. Sin embargo, estas cuestiones quizá puedan abordarse mejor en el contexto de las tres crisis que permanecen más recientes en nuestra memoria.

Algunas lecciones de las crisis recientes

Puede decirse que los acontecimientos con mayores implicaciones para los mercados financieros fueron los desencadenados por el fracaso en la supervisión empresarial de Enron y, como se dio a conocer más tarde, de muchas otras empresas. De la quiebra de esta empresa podemos extraer dos lecciones primordiales y, lamentablemente, ninguna de ellas es nueva. La primera es que unos niveles elevados de apalancamiento son peligrosos y fácilmente maquillables. Sin embargo, incluso en el caso Enron, la magnitud

de los riesgos a los que estaba expuesta la empresa habría quedado de relieve si se hubieran formulado las preguntas adecuadas. El problema es que nadie las planteó, posiblemente porque todo parecía ir bien, y hacer buenas preguntas requiere un cierto esfuerzo. Lamentablemente, poco puede hacerse para cambiar la naturaleza humana tan reacia a indagar.

La segunda lección puede ofrecer recomendaciones más prácticas. Los conflictos de intereses pueden erosionar gravemente los procedimientos de supervisión empresarial. En el caso de Enron y en otros, existían muchos niveles de supervisión empresarial y es posible identificar ahora un conflicto de intereses prácticamente en cada uno de ellos. Se sigue debatiendo con gran interés cómo llegó a verse afectado el comportamiento de la dirección, el consejo, los auditores externos e internos, los prestamistas, los accionistas institucionales, los analistas bursátiles y las agencias de calificación crediticia. Ya se ha propuesto toda una gama de soluciones para lidiar con los problemas en cada uno de estos niveles. Mientras tanto, los mercados parecen corregirse por sí solos en muchos sectores. Por ello, decisiones como las concernientes a las acciones reguladoras necesarias sólo deberían tomarse tras una cuidada reflexión. La definición de un conjunto idóneo de incentivos que impulsen a una conducta adecuada es realmente una cuestión delicada y la premura podría generar resultados no deseados.

Esta última observación también es aplicable a las lecciones que pueden extraerse de la segunda crisis, la de Argentina. Aparte de algunas conclusiones obvias sobre cómo no debe hacerse frente a una crisis, cabe destacar que la principal lección de este caso tampoco es nueva. La pasividad ante situaciones insostenibles incrementa sustancialmente los costes finales, lo que plantea la posibilidad de introducir nuevos sistemas de incentivos, tanto para deudores como para acreedores, que conducirían a un acuerdo consensuado más temprano sobre la necesidad de proceder a una reestructuración de la deuda.

Los deudores reconocerían la realidad con menos reticencia si los costes de hacerlo fueran menores y los beneficios fuesen más tangibles. En teoría, los costes más importantes proceden de los litigios judiciales y de la imposibilidad de acceder en el futuro a los mercados crediticios. Sin embargo, la experiencia reciente muestra que estos costes pueden no ser tan elevados en la práctica. Por el contrario, una reestructuración sería más atractiva materialmente para los prestatarios si fuese acompañada de un acceso más fácil al "dinero nuevo" y si la reestructuración generase beneficios tangibles en términos del futuro servicio de la deuda. Los acreedores mostrarían una mayor predisposición a acceder a una reestructuración temprana si se les convenciera de que es auténticamente necesaria. Es decir, deben reconocer en fechas más tempranas que su única elección en la práctica consiste en decidir si prefieren renunciar a parte del pastel o perderlo todo. Es evidente que la posibilidad de acceso ilimitado a los recursos ajenos impide dicho reconocimiento. Por último, tanto deudores como acreedores debieran, en principio, responder de manera positiva a los procesos que hagan más ordenada la salida de la crisis.

Aunque parece que estos principios generales no suscitan controversias, su traducción a medidas concretas plantea muchos interrogantes. En la actualidad, no existe ninguna metodología generalmente aceptada y suficientemente consistente para determinar en qué momento un país necesita reestructurar su deuda. ¿Implica este hecho que, en la práctica, las decisiones no pueden tomarse sobre la base de un estudio de cada caso por separado? Los acreedores que acaban de sufrir pérdidas no mostrarán demasiada predisposición a prestar nuevamente. ¿Supone esto un mayor papel catalizador del FMI? Por todos es conocida la dificultad de negociar acuerdos de adopción de convenciones internacionales legalmente vinculantes para todos los Estados soberanos. ¿Significa esto que habría que inclinarse por procesos más informales? A estos interrogantes de orden práctico se les pueden sumar muchos otros.

¿Dónde nos encontramos ahora? La opinión generalmente aceptada apunta a que el FMI hace lo correcto al generar expectativas sobre la reducción del volumen de sus préstamos de emergencia futuros a países en crisis. Esto acabaría con las esperanzas de poder aspirar a conseguir todo el pastel. Continuarán existiendo casos en los que se precise mayor financiación de corte discrecional, pero la decisión de poner esas sumas a disposición de los países en crisis implicará probablemente el cumplimiento de unos requisitos más exigentes y transparentes. También debe continuar el trabajo de investigación sobre el *modus operandi* de un procedimiento internacional de reestructuración de quiebras más formal, tarea que se está llevando a cabo en el Fondo, así como bajo los auspicios del G-7 y de otros grupos. Como es probable que estos trabajos tarden bastante tiempo en fructificar en forma de resultados prácticos, también se ha comenzado a analizar de qué forma podrían modificarse los contratos de concesión de crédito tanto actuales como futuros para facilitar la reestructuración ordenada tras una quiebra, incluso cuando hay una gran cantidad de acreedores con los que negociar.

La tercera y más dramática crisis fue la del 11 de septiembre de 2001, cuyas características principales son bien conocidas. La principal lección para la comunidad financiera se refiere a los riesgos operativos generados cuando las instituciones financieras, los mercados y las infraestructuras están muy concentrados geográficamente. Además, es evidente que los riesgos de un colapso masivo y sistémico se multiplican cuando el número de empresas implicadas es reducido pero su cifra de negocios supone un porcentaje muy elevado del total mundial. Frente a las economías de escala y al grado de provisión de muchos servicios financieros, no sería fácil invertir esta tendencia a la concentración. Sin embargo, como mínimo debe obligarse a las empresas a equiparse con los sistemas de emergencia necesarios para garantizar la continuidad de las operaciones en caso de crisis. Una segunda lección de importancia es la necesidad de poner en marcha y actualizar de forma regular planes de emergencia, incluidos sistemas de comunicación seguros. Además, estos planes no deberían dar por sentado que son sólo determinadas empresas las que podrían verse afectadas por una crisis, sino que hay que tener en cuenta que toda una serie de sociedades podría verse afectada al mismo tiempo. En tales circunstancias, es fundamental la

existencia de sistemas de emergencia que garanticen el mantenimiento de la comunicación entre las mismas.

Convertir las enseñanzas de las últimas crisis en recomendaciones prácticas de política monetaria es una cosa. Llevarlas a cabo es otra, especialmente si tenemos en cuenta la necesidad de compromiso político tanto a escala nacional como internacional. La capacidad de recuperación demostrada hasta ahora por el sistema financiero mundial avala los buenos resultados obtenidos tras los esfuerzos realizados en este ámbito en el pasado. Sin embargo, esto no debe hacernos perder de vista la necesidad de nuevas medidas de política monetaria, si pretendemos asegurar un nivel adecuado de estabilidad económica y financiera en un mundo cada vez más complejo.

Actividades del Banco

En el presente capítulo se examinan las iniciativas adoptadas el año pasado por el Banco y por los comités que tienen su sede en él, a fin de fomentar la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras. También se presenta un panorama general de los servicios financieros que ofrece por el Banco a sus bancos centrales clientes y se concluye con un resumen de acontecimientos institucionales recientes. Los informes aquí mencionados, así como una gran parte de los trabajos de investigación del Banco, pueden consultarse en la página de Internet del BPI (www.bis.org) u obtenerse, previa petición en copia impresa.

1. Contribución directa del BPI a la cooperación monetaria y financiera internacional

El Banco trata de fomentar la cooperación en el ámbito monetario y financiero organizando reuniones y siendo la sede de las secretarías de diversos comités, algunos de los cuales trabajan para los gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10. En este sentido, durante el periodo examinado quedaron patentes de nuevo dos características ya señaladas en informes anuales anteriores. La primera es el carácter cada vez más internacional de la participación en las reuniones celebradas bajo los auspicios del BPI, así como de los temas de discusión. La segunda es la creciente diversidad de autoridades financieras que participan además de los responsables de los bancos centrales. En este sentido, el Banco está respondiendo a la necesidad de involucrar a todas las partes interesadas—incluido el sector privado— en el debate sobre la estabilidad financiera.

El fomento de la estabilidad financiera también ha sido el origen de la continua expansión de las actividades de las secretarías con sede en el BPI que no trabajan para los gobernadores de los países del G-10. Actualmente, tanto el Foro sobre la Estabilidad Financiera (FEF) como la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (AISS) tienen su secretaría en el BPI. En su reunión constituyente celebrada a primeros de mayo de 2002, la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos también decidió ubicar su secretaría en el Banco.

El papel del BPI para mejorar la comprensión de la supervisión que llevan a cabo los bancos centrales y de las autoridades supervisoras ha quedado plasmado en la intensificación de la labor del Instituto para la Estabilidad Financiera (IEF), fundado conjuntamente por el BPI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Para hacer frente más directamente a las necesidades de cooperación de los bancos centrales regionales, se han ampliado aún más las actividades de la Oficina de Representación del BPI para Asia y el Pacífico situada en Hong Kong RAE, al tiempo que la firma del Acuerdo de Sede entre

México y el BPI ha preparado el terreno para la apertura, a finales del presente año, de una Oficina de Representación para las Américas, que se ocupará de trabajar en pos de los intereses de los bancos centrales del continente americano. Por último, siguió manteniéndose una estrecha cooperación con las asociaciones regionales de bancos centrales.

Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras

Durante el periodo examinado, los gobernadores y los altos cargos de los bancos centrales miembros del BPI celebraron reuniones bimestrales para analizar la evolución económica y financiera e intercambiar puntos de vista sobre temas que interesan o preocupan actualmente.

En las *Reuniones Sobre la Economía Mundial*, en las que participan los gobernadores de los bancos centrales de los principales países industrializados y las economías de mercado emergentes, abundaron los debates sobre la evolución de la economía mundial. Entre los diversos asuntos analizados en las reuniones del año pasado destacan la evaluación de las vulnerabilidades económicas y financieras en el clima de desaceleración de la economía mundial, las consecuencias de los trágicos sucesos del 11 de septiembre de 2001 para la política monetaria y financiera, la repercusión de la quiebra de algunas grandes empresas en el funcionamiento del mercado y la crisis en Argentina. Estos temas, así como algunas cuestiones que habían surgido en otras reuniones, se debatieron con más detalle en las *reuniones de los Gobernadores de los países del G-10*, quienes también revisaron las labores que están realizando los diversos comités a su cargo y aprobaron para su publicación algunos trabajos redactados por estos comités o sus grupos de trabajo (véase más adelante). En enero de 2002, los Gobernadores de los países del G-10 se reunieron con sus homólogos responsables de la supervisión bancaria para abordar una amplia variedad de asuntos relacionados con la finalización y la posterior aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea. Se organizaron asimismo dos reuniones de alto nivel con los representantes de las principales instituciones financieras del sector privado: una a nivel de Gobernadores y Directores Generales, y otra a nivel de sus cargos adjuntos. Ambas reuniones brindaron la oportunidad de intercambiar puntos de vista sobre las posibles consecuencias que puedan tener para los mercados financieros los diversos acontecimientos recientes, como la crisis en Argentina, los nuevos mecanismos de transmisión del crédito, las quiebras empresariales y otros problemas que atañen a determinados sectores.

Durante las reuniones bimestrales, se celebra un encuentro al que asisten todos los bancos centrales miembros del BPI y que se dedica a un asunto específico. Entre los temas abordados el año pasado figuran las consecuencias de la creciente utilización de los precios de los activos como variables de información para las estrategias de comunicación de los bancos centrales y las tácticas para la articulación de la política monetaria, la repercusión de las finanzas electrónicas en la política monetaria, los flujos de capital y sus consiguientes políticas en las economías emergentes, y las

cuestiones macroeconómicas y financieras que plantean los cambios demográficos y la evolución de los sistemas de pensiones. En noviembre, los gobernadores consagraron la reunión al análisis de los problemas operacionales y sus soluciones tras los acontecimientos del 11 de septiembre.

Las reuniones bimestrales del *Comité sobre Oro y Divisas*, integrado por altos responsables de las operaciones de mercado de los bancos centrales del G-10, giraron en torno a la evolución de los principales mercados de dinero y divisas. En diversas ocasiones, se extendió una invitación a representantes de importantes países que no forman parte del G-10. En el orden del día del Comité también figuraron el análisis de los problemas de liquidez y de liquidación surgidos tras los acontecimientos del 11 de septiembre, las consecuencias para el tipo de cambio de la crisis de Argentina y el análisis de las novedades relacionadas con el Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. En mayo de 2002, el Comité cambió de nombre para pasar a llamarse *Comité de los Mercados* con el fin de reflejar mejor la naturaleza de sus actividades.

A lo largo del año se celebraron diversas reuniones extraordinarias sobre cuestiones de especial interés para los bancos centrales, que congregaron a una amplia variedad de expertos en el sector financiero. Los principales asuntos debatidos fueron las finanzas electrónicas, la contabilidad basada en el valor justo, el cálculo de los cambios temporales del riesgo y las opciones existentes a este respecto. En la tradicional *Reunión de Economistas de Otoño* los participantes examinaron la interdependencia entre el funcionamiento del mercado y la elaboración de la política de los bancos centrales. La *Reunión de Economistas de Primavera* se dedicó a asuntos coyunturales de gran actualidad.

El Banco continuó organizando reuniones sobre cuestiones de especial importancia para las economías de mercado emergentes. Se organizaron grupos de trabajo sobre política monetaria que se centraron especialmente en Asia y América Latina y, por primera vez, en Europa central y oriental. El BPI convocó de nuevo una reunión especial para los subgobernadores de los bancos centrales africanos con el fin de debatir los retos de la política monetaria en su continente. Con ocasión de la Asamblea General Anual de 2001, se organizó una mesa redonda con los gobernadores de las principales economías de mercado emergentes para intercambiar puntos de vista sobre los temas relacionados con la política económica que plantea en sus países la situación económica mundial actual. Por último, durante una reunión de dos días celebrada a finales de diciembre, los subgobernadores de las economías de mercado emergentes debatieron sobre el desarrollo de los mercados internos de deuda.

Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

Durante los últimos 12 meses, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea continuó desempeñando su importante labor de fomento de

la estabilidad financiera actualizando y ofreciendo orientaciones sobre cuestiones fundamentales relacionadas con la supervisión bancaria. Últimamente, la iniciativa más significativa y destacada del Comité ha sido el desarrollo de un nuevo marco para la evaluación del nivel adecuado de capital de los bancos. Sin embargo, el Comité también ha seguido trabajando en pos del fortalecimiento de una amplia variedad de prácticas de supervisión prudencial tanto en los países del G-10 como en los que no pertenecen a él. En este empeño, también ha colaborado intensamente con otros organismos internacionales.

Durante el periodo examinado, el Comité avanzó significativamente en el desarrollo de su nuevo marco para la evaluación del nivel adecuado de capital en el sistema bancario mundial. El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea concederá más importancia al nivel de riesgo en que incurran las actividades bancarias y estará en mejor disposición para integrar las innovaciones financieras. También dará a los bancos mayores incentivos para mejorar su medición del riesgo y su capacidad para gestionarlo.

En enero de 2001, el Comité publicó su segundo conjunto de documentos de consulta sobre el Nuevo Acuerdo. Se recibieron más de 200 comentarios en lo que ha sido un intenso y continuo proceso de diálogo y consultas con el sector bancario. Al mismo tiempo, diversos documentos de trabajo han desarrollado las ideas del Comité sobre algunos de los asuntos del Nuevo Acuerdo que plantean más retos, y han fomentado el debate con el sector bancario sobre estas cuestiones clave. Una prioridad ha sido responder a la tan conocida preocupación sobre los posibles efectos secundarios del Nuevo Acuerdo. Por ejemplo, el Comité ha examinado la cuestión de equilibrar la vulnerabilidad ante el riesgo con la complejidad, y ha abordado el problema de que un marco más sensible al riesgo pueda acentuar el ciclo económico. El Comité también ha respondido a la inquietud por la repercusión que pueda tener el Nuevo Acuerdo sobre las pequeñas y medianas empresas, y está trabajando para garantizar que estas entidades se tengan debidamente en cuenta.

Dada la importancia del Nuevo Acuerdo para la configuración del sector bancario mundial, el Comité de Basilea ha decidido hacer todo lo posible por asegurar la calidad antes de publicar el documento final de consulta. Ya se han realizado tres estudios parciales de carteras bancarias, y además el Comité está preparando actualmente un exhaustivo estudio para el otoño de 2002. Para que dé tiempo a analizar los resultados, la publicación del tercer documento de consulta se pospondrá hasta 2003, tras lo cual está previsto que se termine el Nuevo Acuerdo ese mismo año. La ampliación del plazo permitirá garantizar que la versión final del Acuerdo cumpla sus objetivos.

Con el Nuevo Acuerdo a punto de finalizarse, el Comité también ha comenzado a centrar su atención en la planificación de su puesta en práctica. El Comité considera que, con el fin de que el Acuerdo tenga éxito, será esencial apoyar firmemente los esfuerzos de los supervisores para aplicar el nuevo marco, lo cual ha llevado a la creación de un Grupo de Aplicación del Acuerdo, foro en el que los supervisores podrán intercambiar información y enfoques relacionados con su aplicación.

Una de las principales aspiraciones del Comité de Basilea es fomentar la mejora de los criterios de supervisión en todo el sistema financiero mundial. Este objetivo se persigue a través del mantenimiento de relaciones con los supervisores, la publicación de documentos de estrategia, el patrocinio y participación en conferencias, así como los programas de formación. Entre las publicaciones recientes del Comité figuran orientaciones para la gestión del riesgo operativo y principios para la gestión del riesgo en la banca electrónica. En respuesta a una cuestión planteada durante los contactos del IEF con los supervisores de países que no pertenecen al G-10, el Comité publicó en 2001 un documento que exponía los elementos esenciales de memorandos de entendimiento que podrían servir de referencia para establecer relaciones bilaterales entre las autoridades supervisoras bancarias de diferentes países. A instancias del FEF, el Comité dirigió el estudio de un grupo de trabajo formado por supervisores de todo el mundo, cuyo informe contiene orientaciones para abordar el problema de los bancos débiles. El informe se basa en las experiencias de muchos países que tienen que lidiar con el problema de tener bancos débiles y pretende ser aplicable a todo tipo de bancos y de sistemas bancarios.

El Grupo de Trabajo sobre Contabilidad del Comité ha publicado documentos de estrategia y orientación que versan sobre importantes cuestiones de contabilidad y auditoría, incluidos el papel de la auditoría interna en los bancos y la relación entre los supervisores bancarios y los auditores externos de estas entidades. Además, el Comité ha realizado, para el FEF un análisis del riesgo crediticio de los bancos en los sectores débiles de la economía, en concreto, en las telecomunicaciones y en los sectores más afectados por los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001.

El Comité también ha esbozado recientemente una serie de medidas que pretende adoptar para apoyar los esfuerzos internacionales en la lucha contra la financiación del terrorismo. Se han revisado las experiencias de los supervisores bancarios y de otras autoridades para comprobar si existen impedimentos en lo que respecta al intercambio de información sobre la financiación del terrorismo y, en caso afirmativo, qué medidas es necesario tomar para subsanarlos. El Comité también está actuando para garantizar la continuidad de los esfuerzos dedicados a la adopción, en todo el mundo, de los criterios expuestos en su informe *Customer due diligence for banks*.

El Comité de Basilea sigue trabajando estrechamente con un gran número de países que no son miembros en el desarrollo de acuerdos de supervisión más sólidos. Sus Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz —criterios internacionalmente aceptados—, se están aplicando progresivamente y más de 60 países han llevado a cabo análisis voluntarios en el marco de los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP), realizados conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial. El Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos integrado por miembros procedentes de 15 países con economías de mercado emergentes, supervisa este proceso y su subgrupo dedicado a temas relacionados con capital está realizando una valiosa contribución al desarrollo del Nuevo Acuerdo de Capital. En varios de los Comités de expertos colaboran especialistas de las agencias supervisoras de

países no pertenecientes al G-10. La cooperación en materia de supervisión en países con economías emergentes tiene lugar en el ámbito regional y el Comité de Basilea ha seguido participando activamente en las reuniones y conferencias de los grupos regionales de supervisores, al tiempo que proporciona asistencia técnica a través del IEF. Por último, el Comité está patrocinando la 12ª Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, que se celebrará en Ciudad del Cabo (Sudáfrica) a finales del año en curso y a la que está previsto que acudan delegados de unos 130 países. Sus debates girarán en torno al Nuevo Acuerdo de Capital y a la creación de un clima financiero estable en las economías de mercado emergentes.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG) continuó realizando su seguimiento de los mercados financieros con el objetivo de identificar las posibles fuentes de vulnerabilidad. Se prestó especial atención a la relación entre la economía real y los mercados financieros durante la desaceleración económica. Un punto de interés constante relacionado con este último aspecto fue la constatación de hasta qué punto el sistema financiero había sido eficaz en la dispersión del riesgo inherente a ciertos ámbitos del sector de la tecnología de la información (TI). El Comité también siguió con detenimiento la reacción de los mercados financieros frente a algunos acontecimientos extraordinarios que ocurrieron el año pasado. Los resultados finales se comunicaron a la mayor parte de la comunidad oficial mediante la participación del Comité en la tarea del FEF. Por último, el CSFG prosiguió las labores comenzadas y publicó varios informes.

En abril de 2001, se publicó el informe titulado *A survey of stress tests and current practices at major financial institutions*. El estudio se inició para comprender mejor el papel de la simulación de crisis en la gestión del riesgo y averiguar qué acontecimientos excepcionales se consideraban riesgos significativos. Además, varios bancos centrales pertenecientes al Comité publicaron resúmenes de este informe como parte de su propio esfuerzo para divulgar información sobre el estado actual del desarrollo de prácticas de gestión del riesgo. En junio de 2001, se publicó el documento de reflexión del CSFG titulado *Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective* publicado en la sección que tiene el Comité en la página de Internet del BPI. Ese mismo mes, como continuación de su publicación del informe *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, el CSFG organizó un seminario al que asistieron participantes procedentes de bancos centrales y del sector privado.

En febrero de 2002 se publicó el informe del grupo de trabajo titulado *IT innovations and financing patterns: implications for the financial system*. Este informe destaca el potencial de la TI para actuar como catalizador en una reestructuración fundamental de la actividad económica, tanto dentro como fuera del sector de la TI y para cambiar el perfil de retribución del riesgo de las empresas. Asimismo, analiza las implicaciones de estos acontecimientos para la redacción de los contratos financieros, la valoración de las empresas y para la gestión y la asignación del riesgo.

El CSFG también emprendió nuevos proyectos. En septiembre, creó dos nuevos grupos de trabajo, uno sobre la transferencia del riesgo crediticio y otro sobre las estructuras de incentivos en la gestión de los activos institucionales. Está previsto que los dos grupos publiquen sus informes definitivos a finales de este año.

En marzo de 2002, el CSFG recibió en el BPI a un grupo de profesionales, investigadores y responsables de bancos centrales en la Tercera Conferencia de Investigación de Bancos Centrales sobre Medición del Riesgo y Riesgo Sistémico. La conferencia se organizó en colaboración con el Banco de Japón, la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y el BCE, y giró en torno a cuestiones relacionadas con la medición del riesgo y el riesgo sistémico desde la perspectiva de los bancos centrales. Se hizo hincapié particularmente en la naturaleza y las fuentes de liquidez del mercado, en los recientes avances de los métodos de medición del riesgo, en las causas de las crisis bancarias y en el contagio entre mercados y entre regiones.

Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL) continuó dedicando sus esfuerzos al fomento de la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pago y liquidación, colaborando en muchos casos con otras instituciones y grupos internacionales e incluyendo en sus trabajos a un gran número de bancos centrales de países que no pertenecen al G-10.

En noviembre de 2001, el CSPL y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) publicaron el informe final sobre las Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de valores. La publicación se presentó tras la distribución de un informe de consulta en enero de 2001 y un periodo de consulta pública que terminó en abril de 2001. El informe se completará con una metodología de evaluación, que se prevé estará terminada este mismo año. El FMI y el Banco Mundial están participando en la elaboración de esta metodología, que pretende ser un instrumento para sus Programas conjuntos de Evaluación del Sector Financiero (PESF), así como para la autoevaluación de los países.

El objetivo de esta iniciativa conjunta más reciente del CSPL y la OICV es fomentar la aplicación, por parte de los sistemas de liquidación de valores, de medidas que puedan reducir los riesgos, aumentar la eficiencia y proporcionar salvaguardas adecuadas a los inversionistas. Estos objetivos se llevarán a cabo por medio de recomendaciones para la articulación, el funcionamiento y la supervisión de estos sistemas. Las recomendaciones se refieren tanto a los sistemas individualmente como a las relaciones transfronterizas entre los mismos. Al igual que ocurre con los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes, que el CSPL publicó el año pasado, este informe aumenta los esfuerzos internacionales para hacer frente a las vulnerabilidades del sistema financiero internacional y está incluido en el conjunto de normas y códigos pertinentes identificados por el FEF.

En el ámbito de los pagos minoristas, el Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Pago Minorista del CSPL continuó identificando y analizando las

tendencias recientes de estos instrumentos y sistemas, y examinando las cuestiones que podrían plantear. Además, el Comité siguió observando atentamente la evolución mundial de los mecanismos de dinero electrónico y sus posibles repercusiones en la política monetaria. El estudio más reciente del Comité, publicado en noviembre de 2001, contiene datos sobre los productos de dinero electrónico que están utilizándose o cuyo uso se está planeando en unos 80 países o territorios. También contiene información sobre la orientación adoptada por las autoridades pertinentes, incluidos los bancos centrales.

Un aspecto fundamental del trabajo del Comité sigue siendo la aplicación de su estrategia, suscrita por los gobernadores del G-10 en 1996, para reducir el riesgo de liquidación en las operaciones en divisas. Para ello el Comité continuó su labor de seguimiento y fomento de las iniciativas del sector privado en este ámbito.

El CSPL continuó dedicando sus esfuerzos a intensificar la cooperación con los bancos centrales de los países no pertenecientes al G-10, especialmente con los de economías de mercado emergentes. Su Secretaría preparó, en colaboración con los bancos centrales pertinentes, estudios de referencia sobre los sistemas de pago de varios países. El Comité también ha aportado su experiencia y apoyo a las reuniones de trabajo y seminarios sobre cuestiones relacionadas con los sistemas de pago organizados por el BPI en colaboración con las organizaciones regionales de bancos centrales.

Oficina de Representación para Asia y el Pacífico

Desde que se inauguró en julio de 1998, la Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) ha realizado una amplia gama de actividades para fomentar el intercambio de información y la cooperación entre los bancos centrales de la región, así como entre los bancos centrales de la región y los del resto del mundo. La apertura de una sala de transacciones de la Tesorería Regional en octubre de 2000 reforzó aún más el papel de la Oficina Asiática al prestar servicios bancarios a los bancos centrales durante las horas de negociación del huso horario asiático.

A principios de 2001, se creó el Consejo Consultivo Asiático (CCA), cuyas funciones de secretaría se realizaron en la Oficina Asiática. La primera reunión del CCA se celebró en Basilea en junio de 2001, y la segunda en Hong Kong en febrero de 2002. El CCA sirve de vehículo de comunicación entre los bancos centrales regionales y el Consejo de Administración y la dirección del BPI, dando así directrices sobre las actividades del Banco en la región.

Durante el periodo examinado, la Oficina Asiática organizó y colaboró en diversas reuniones de alto nivel celebradas en Hong Kong bajo sus auspicios. La cuarta Reunión Especial de Gobernadores de bancos centrales de Asia se celebró en febrero de 2002 y brindó la oportunidad de examinar la situación económica actual y debatir la gestión de los tipos de cambio en Asia. También se organizaron algunas reuniones de expertos.

En abril de 2001, se celebró una reunión sobre procedimientos operativos de la política monetaria, que congregó a expertos de los bancos centrales de dentro y fuera de la región para debatir los aspectos operativos de la política monetaria. En diciembre de 2001, un grupo de auditores internos de bancos centrales regionales se reunió por segunda vez para debatir varias cuestiones de interés común. La Oficina también acogió una reunión especial de gestores de divisas sobre el CLS Bank.

La Oficina Asiática ha colaborado estrechamente con los grupos regionales de bancos centrales. En julio de 2001, organizó en colaboración con la Monetary Authority of Singapore una reunión conjunta del Foro EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) y el Comité sobre Oro y Divisas. En marzo de 2002, organizó el Foro EMEAP, que reunió a expertos regionales en la articulación de las políticas cambiarias extranjeras y a sus colegas de los principales bancos centrales de otras regiones.

La Oficina ha contribuido a la investigación financiera y económica del Banco sobre Asia y el Pacífico, así como a las publicaciones de los bancos centrales regionales. También ha aportado su experiencia a diversas reuniones organizadas por los grupos regionales de bancos centrales y por bancos centrales, en concreto, sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El IEF intenta prestar ayuda a los supervisores del sector financiero de todo el mundo para la aplicación de criterios prudenciales sólidos. Brinda a los supervisores del sector financiero la oportunidad de conocer en profundidad las técnicas de supervisión y las novedades más recientes en este campo, fomentando al mismo tiempo el intercambio permanente de ideas dentro de la comunidad supervisora mundial. El Instituto dispone de diversos medios para cumplir su misión, en concreto, a través de la concepción y la organización de seminarios específicos y reuniones de trabajo regionales para los supervisores del sector financiero de todo el mundo. Hasta ahora se ha ocupado principalmente de cuestiones bancarias. Sin embargo, el IEF ha aceptado recientemente hacerse cargo de 10 de los encuentros anuales de formación del AISS, a partir de mediados de 2002.

El año pasado, el IEF organizó 10 seminarios específicos en Basilea y 23 reuniones de trabajo regionales, celebradas junto con grupos regionales de supervisores. En estos seminarios y reuniones de trabajo se debatieron diversos asuntos, elegidos tras consultar con grupos regionales de supervisión y supervisores de una amplia variedad de países. Entre ellos se encuentran la gestión del riesgo (del crédito, de mercado, de liquidez, etc.), la concesión de licencias bancarias, la supervisión centrada en el riesgo, la supervisión empresarial, la supervisión consolidada, la gestión de los bancos en dificultades y las medidas para luchar contra el blanqueo de dinero. El IEF sigue dedicándose especialmente a ayudar a los supervisores de todo el mundo a conocer mejor los cambios propuestos por el Acuerdo de Capital de Basilea. Esta labor proseguirá durante la fase de aplicación del Nuevo

Acuerdo. El IEF también celebró nueve seminarios especiales, incluido un encuentro conjunto con el FMI y el Banco Mundial sobre aspectos jurídicos de la estabilidad financiera, y varios sobre la gestión del riesgo para supervisores de seguros. En los encuentros organizados por el IEF el año pasado participaron alrededor de 1400 representantes de organismos responsables de la supervisión de todo el mundo.

El personal del Instituto también hizo presentaciones sobre una amplia miríada de cuestiones en diversas conferencias no organizadas por el IEF, (como las de los bancos regionales de desarrollo, y reuniones anuales de grupos regionales de supervisores), con el fin de abordar cuestiones pertinentes y estar en permanente contacto con supervisores y otros expertos en el sector financiero de todo el mundo. La cooperación con otras instituciones que tienen programas de ayuda a la supervisión también es una parte importante de la labor del IEF. Colabora, pues, con organizaciones como el Toronto Centre, el Instituto del FMI, el Banco Mundial y bancos regionales de desarrollo. También apoya la participación del BPI en el Instituto Multilateral de Viena.

Un importante objetivo del IEF ha sido suministrar a supervisores de alto nivel información sobre las novedades en materia de supervisión y cuestiones clave que afectan a la supervisión bancaria. El IEF creó la colección *FSI Occasional Papers*, en la que escriben destacados expertos y académicos sobre temas de interés para los supervisores del sector financiero. Hasta ahora se han publicado dos documentos en esta colección. El Instituto también continúa publicando un boletín trimestral, *FSI World*, para los directores de supervisión y otros supervisores de alto nivel.

2. Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

Grupo de los Diez

El BPI contribuyó a las tareas de los Ministros de Economía y los Gobernadores y Subgobernadores de los países del G-10 y de los grupos de trabajo constituidos bajo sus auspicios, tanto participando en calidad de observador como realizando labores de secretaría junto con el FMI y la OCDE. El año pasado, el G-10 continuó analizando cuestiones relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero internacional. Examinó la cuestión de la viabilidad de la deuda y puso en marcha trabajos específicos sobre los mecanismos para el tratamiento de la deuda soberana, centrando la atención en los enfoques contractuales, en concreto, en las cláusulas de acción colectiva. Estos trabajos se realizarán de una manera abierta, en colaboración con otros foros que se ocupan de estas cuestiones. Un grupo de contacto elaboró un borrador sobre la interacción los factores estructurales, como las políticas tributaria, reguladora y de divulgación de la información, para modificar los precios de los activos. Otro grupo de contacto investigó los mecanismos de insolvencia y la capacidad para hacer cumplir los contratos en las grandes jurisdicciones financieras. El G-10 está tratando de identificar las cuestiones que

plantean la integración actual del mercado internacional de capital y la evolución más lenta de los mecanismos nacionales de insolvencia.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El FEF se creó a principios de 1999, con el fin de fomentar la estabilidad financiera internacional, mejorando el intercambio de información y la cooperación en la supervisión y vigilancia financieras. Es el único foro que reúne periódicamente a altos representantes de instituciones financieras internacionales (incluido el BPI), grupos internacionales de responsables de regulación y supervisión, comités de expertos de bancos centrales y autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en los principales centros financieros internacionales. Puede encontrarse información detallada sobre el FEF, sus miembros y sus actividades, en su página de Internet (www.fsforum.org).

Una actividad clave del FEF, durante sus reuniones semestrales es intercambiar puntos de vista y reunir información sobre las vulnerabilidades del sistema financiero. Durante el año examinado, sus miembros analizaron la repercusión de una confluencia de perturbaciones sin precedentes en la solidez de los sistemas e instituciones financieros. Concluyeron que, a pesar de las numerosas tensiones, la mayoría de los sistemas financieros había mostrado una significativa capacidad de recuperación. Sin embargo, también coincidieron en que los efectos conjuntos de una perspectiva de la modesta recuperación de la actividad mundial y los continuos desequilibrios financieros exigieron una constante vigilancia y colaboración por parte de las autoridades supervisoras.

El FEF también analizó algunas cuestiones planteadas por las quiebras de grandes empresas que se produjeron durante el periodo examinado. Aunque las causas directas de esas quiebras fueron decisiones equivocadas de las empresas y, posiblemente, el fraude, éstas pusieron de manifiesto los puntos débiles de los sistemas de control internos y externos, en los que se basa la confianza de la opinión pública en los mercados financieros. Entre los objetivos clave puestos de relieve en este análisis, figuran la mejora de la supervisión de las empresas, la reforma de los sistemas de contabilidad y auditoría, la mejora de la difusión de información y de las prácticas de vigilancia externa y una mejor supervisión de la dinámica de los mercados financieros. Observando que las autoridades nacionales y los órganos reguladores internacionales ya estaban realizando una gran parte de esta labor, los miembros estimaron que el FEF se encontraba en posición de facilitar una coordinación, con el fin de aumentar la eficacia y evitar duplicaciones innecesarias de esta labor.

El FEF hizo balance de los progresos realizados en la lucha contra la financiación del terrorismo, en reconocimiento de la importante labor que están realizando las autoridades nacionales, el Grupo de Acción Financiera, el FMI y el Banco Mundial, y los órganos encargados de la elaboración de las normas. El FEF presentará al G-7 y al G-20 un informe sobre estas tareas.

En el contexto de sus esfuerzos constantes de supervisión, el FEF analizó algunas cuestiones operativas que surgieron en los mercados financieros tras los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 y algunas conclusiones extraídas para los procedimientos de emergencia. El FEF también recibió con satisfacción la elaboración de una Lista de Contactos para la Gestión de Crisis (LCGC). Publicada en marzo de 2002, la lista engloba bancos centrales, organismos supervisores y reguladores, departamentos de finanzas o tesorería de más de 30 países, así como las principales instituciones financieras internacionales y proveedores de servicios a escala mundial.

En su análisis de los progresos realizados en la resolución de las cuestiones que preocupaban en años anteriores, el FEF recibió con satisfacción los esfuerzos realizados por algunos centros financieros extraterritoriales (CFE) para reforzar sus prácticas de supervisión, regulación, intercambio de información y cooperación, pero señaló que otros estaban quedándose rezagados. El FEF analizará periódicamente los progresos realizados por los CFE y centrará la atención sobre aquellos que sean motivo de seria preocupación. También señalará los avances positivos de los CFE para que sirvan a otros de modelo.

En su reunión de marzo de 2002, el FEF coincidió en que la evolución del mercado y las mejoras de las prácticas de gestión del riesgo de contraparte habían reducido los riesgos que suponen para el sistema financiero internacional las instituciones que tienen un alto grado de apalancamiento. Sin embargo, sus miembros subrayaron la necesidad de evitar la auto-complacencia y animaron al Comité de Basilea y a la OICV a repetir en el futuro su estudio de la gestión del riesgo de contraparte y las prácticas de supervisión reguladora.

El FEF ha continuado celebrando sus reuniones regionales para fomentar el debate entre sus miembros y los que no lo son sobre las vulnerabilidades del sistema financiero y permitir a estos últimos aportar sus propias perspectivas a las labores del FEF. Desde la publicación del informe anual del año pasado, se han celebrado reuniones para la región de Asia oriental y el Pacífico, Europa central y oriental y América Latina, con la participación de España y Sudáfrica.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

El BPI es la sede de la Secretaría de la AISS desde que ésta se creó en enero de 1998. La AISS, similar al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea pero especializada 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 criterios de carácter práctico, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros.

La AISS en colaboración con otros organismos reguladores internacionales (en el marco del Foro Conjunto integrado por el Comité de Basilea, la OICV), ha contribuido a la elaboración de principios para la supervisión de los conglomerados financieros. Por otra parte, participa activamente en el FEF.

Hasta ahora ha publicado diversos conjuntos de principios y directrices entre los que cabe citar los siguientes: *Insurance Core Principles*, *Insurance Concordat* y *Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*, así como una amplia variedad de documentos en los que se formulan normas prudenciales en el campo de los seguros. El año pasado el AISS concluyó los siguientes; *Principles on Capital Adequacy and Solvency*, *Supervisory Standard on the Evaluation of the Reinsurance Cover of Primary Insurers and the Security of their Reinsurers*, *Supervisory Standard on the Exchange of Information*, *Guidance Paper on Public Disclosure by Insurers* y *Anti-Money Laundering Guidance Notes for Insurance Supervisors and Insurance Entities*. Entre los trabajos en curso se encuentran la formulación de estándares en el ámbito de requisitos de solvencia (nivel adecuado de capitales), supervisión de los pasivos de los seguros, la contabilidad en el sector de los seguros, la titulización, la supervisión de los reaseguradores, el riesgo de mercado, el comercio electrónico y la difusión de información. También se ha lanzado un importante proyecto para revisar los *Insurance Core Principles and Methodology*.

La AISS ha organizado de nuevo varios programas de formación y ha facilitado material formativo a los supervisores de los seguros, con el fin de ayudar a sus miembros a cumplir sus estándares de supervisión. Como ya se ha mencionado, el IEF se encargará en el futuro de varias iniciativas de formación en el sector asegurador. Los seminarios regionales de formación para los supervisores de los seguros se celebraron en África, América Latina Asia, Europa central y oriental y jurisdicciones extra-territoriales.

3. Otras áreas de cooperación entre bancos centrales

Supervisión de los bancos centrales

El objetivo de los trabajos sobre supervisión de bancos centrales realizados por el BPI es suministrar información sobre cuestiones institucionales y organizativas de interés para los bancos centrales. Estas actividades están regidas por el Grupo de Coordinación sobre la Supervisión de los Bancos Centrales y se realizan a través de la Red sobre la Supervisión de los Bancos Centrales. El Grupo de Coordinación está formado por ocho gobernadores pertenecientes a un grupo de bancos centrales ampliamente representativos. La red abarca actualmente alrededor de 40 grandes bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo. Basándose en los consejos del Grupo de Coordinación, el Banco trata de responder a las solicitudes de los bancos centrales que son fundamentales para el funcionamiento eficaz de unas autoridades monetarias independientes y transparentes. Durante el año examinado, aumentó la demanda de información sobre la supervisión. Un aspecto de especial interés fueron las disposiciones legales sobre la independencia y la transparencia de los bancos centrales. Otra cuestión sobre la que se solicitó

información fue con respecto a la labor que está realizando actualmente un gran número de bancos para mejorar su eficiencia y su eficacia.

Colaboración en cuestiones estadísticas

El BPI continuó colaborando activamente con los bancos centrales y con otras organizaciones internacionales en diversas cuestiones estadísticas. Actualmente, los bancos centrales de más de 30 países recogen e intercambian con el BPI amplias estadísticas sobre la actividad de préstamo internacional de los bancos de su jurisdicción. En respuesta a las recomendaciones del Comité sobre el Sistema Financiero Global, el BPI y los bancos centrales declarantes elaboraron el año pasado un plan de aplicación para la mejora de la medición de las exposiciones consolidadas de los bancos comerciales al riesgo-país, basado en el llamado riesgo último, es decir, calculadas reasignando las posiciones de riesgo al país en el que reside el garante último de un derecho financiero. El objetivo es suministrar, a partir de 2004, datos más detallados y amplios sobre las exposiciones al riesgo-país, incluidas las posiciones fuera de balance relacionadas con las transacciones en derivados de los bancos.

El año pasado el Banco coordinó la quinta Encuesta Trienal a los Bancos Centrales sobre los Mercados de Divisas y de Derivados, que abarcó unos 50 centros financieros. Los resultados preliminares sobre el volumen de transacciones de divisas y derivados se publicaron en octubre, y los de cantidades pendientes de derivados extrabursátiles en diciembre de 2001. En marzo de 2002 se publicó un informe en el que se analizan los resultados finales detallados.

El BPI continuó cooperando en la elaboración de las estadísticas conjuntas del BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial, sobre deuda externa. Esta labor se inició tras la crisis financiera asiática para reunir datos trimestrales sobre los principales componentes de la deuda externa de las economías de mercado emergentes, a partir de informaciones de los acreedores reunidos por estos organismos internacionales. Como estos datos pueden diferir, en algunos casos significativamente, de los que recogen los propios países deudores, el BPI realizó un estudio para identificar las principales diferencias entre los datos de los acreedores y los datos de los deudores. Se centró especialmente la atención en lo que atañe a la deuda a corto plazo (de vencimiento inferior a un año). Unos 30 bancos centrales de economías de mercado emergentes suministraron datos e información para este estudio. El BPI también prestó asistencia para el desarrollo, por parte del FMI, de una amplia guía para la compilación de estadísticas sobre la deuda externa por países deudores.

Como en el pasado, el BPI ofreció servicio de base de datos a los bancos centrales participantes (actualmente 23 servicios de banco de datos) para el intercambio electrónico de una amplia variedad de estadísticas económicas, monetarias y financieras. Se concentraron los esfuerzos en la ampliación de la cobertura geográfica y temática del Banco de Datos del BPI. Nueve bancos

centrales de economías de mercado emergentes acordaron recientemente sumarse a esta labor. Como consecuencia de diversas iniciativas para ampliar los temas que abarca el Banco de Datos, se facilitó a los economistas y expertos en estadística de los bancos centrales participantes una cantidad significativa de información estadística adicional. La información detallada de las estadísticas financieras internacionales del BPI también puede obtenerse en forma electrónica a través del Banco de Datos.

Ante la petición de los participantes en el Banco de Datos de que se fomentara la cooperación internacional sobre normas para el intercambio de información estadística, el BPI trabajó en estrecha colaboración con el FMI, la OCDE, la ONU, el BCE y Eurostat para lanzar una nueva iniciativa sobre el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (IDME). La primera reunión de trabajo, celebrada bajo los auspicios del FMI, reunió a más de 100 expertos de bancos centrales e institutos nacionales de estadística de todo el mundo para abordar diversas cuestiones relacionadas con los nuevos métodos de intercambio de información a través de la Web. Unos meses más tarde se lanzó la página de Internet www.sdmx.org, que muestra las ideas aportadas por los participantes en esa reunión, entre los que se encontraban miembros de la comunidad estadística nacional, regional e internacional, organizaciones sobre estándares de publicación electrónica y diversos consorcios del sector privado.

Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales

El BPI siguió apoyando la cooperación entre bancos centrales en diversas partes del mundo dentro de las asociaciones regionales de bancos centrales. Se mantuvo una activa colaboración con el CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), el EMEAP (Executives' Meeting of East Asian-Pacific Central Banks), el GCC (Gulf Cooperation Council), el MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa), el SADC (Southern African Development Community) y el SEACEN (South-East Asian Central Banks). La cooperación consistió en gran medida en la participación en reuniones organizadas por estos grupos y en la organización de encuentros o seminarios conjuntos, celebrados sin periodicidad fija. El año pasado, el BPI y otras organizaciones internacionales prestaron asistencia a diversos grupos regionales de bancos centrales en la organización de seminarios sobre el diseño y el mantenimiento de páginas de Internet con el fin de aumentar la transparencia de las actividades de los bancos centrales.

Como en años anteriores, el BPI ayudó a los bancos centrales de los principales países industrializados a coordinar su asistencia técnica y formación a los bancos centrales de Europa central y oriental, la Comunidad de Estados Independientes y algunas economías asiáticas en transición. Para facilitar la coordinación, el BPI mantiene una base de datos sobre asistencia técnica y formación prestada a los países en transición antes mencionados. También se organizan reuniones periódicas que congregan a responsables de los bancos centrales donantes y receptores, así como del FMI y del BCE. El

año pasado la reunión con los países de la CEI tuvo lugar en el Banco Central de la Federación Rusa.

El BPI continuó contribuyendo a las actividades del Instituto Multilateral de Viena (IMV), en estrecha colaboración con el IEF y los comités con sede en Basilea, organizando seminarios para los bancos centrales de las economías en transición sobre temas relacionados con la estabilidad monetaria y financiera. Las autoridades austriacas y el FMI acordaron recientemente mantener el servicio de formación de Viena, cuando concluya el acuerdo actual del IMV en 2004. El BPI seguirá colaborando hasta entonces, pero ya no participará formalmente en el IMV a partir de esa fecha.

Comunicación a través de Internet

En marzo de 2001 se cambió la presentación de la página de Internet del BPI. Las mejoras introducidas en su diseño y estructura permiten a los usuarios navegar, rastrear y buscar información eficientemente. Todos los grupos ubicados en Basilea utilizan activamente este servicio. En concreto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó el año pasado unos 200 comentarios que había recibido sobre su segundo documento de consulta acerca de un nuevo marco sobre el nivel adecuado de capital. A través de los seminarios organizados por los grupos regionales de bancos centrales, el BPI ha formado una extensa red de expertos en páginas de Internet de bancos centrales, que han ayudado a desarrollar y mantener los enlaces que proporciona la página del BPI con la mayoría de los bancos centrales del mundo. También han intercambiado información y analizado las principales novedades, por ejemplo, con respecto a la difusión de las estadísticas de los bancos centrales a través de Internet. Por último, el año pasado el BPI desarrolló una infraestructura de red para que los participantes en las actividades y los actos del BPI pudieran acceder e intercambiar información a través de Internet de una forma segura y cómoda.

Grupo de Expertos en Informática

El Banco de los Países Bajos albergó la 10ª Conferencia sobre Automatización y la reunión de primavera del Grupo de Expertos en Informática en junio de 2001. La Conferencia sobre Automatización, que se celebra cada tres años, brinda a los Expertos en Informática la oportunidad de debatir detalladamente importantes cuestiones relacionadas con la TI en los bancos centrales. Las presentaciones y los debates de esta conferencia giraron en torno a cuatro temas: la estrategia de TI y el proceso de su formulación, los retos técnicos y culturales de la gestión de la información, la puesta en marcha de infraestructuras y aplicaciones relacionadas con la tecnología de Internet, y la cuestión de la creciente complejidad de los sistemas informáticos de los bancos centrales.

Un importante tema para los Expertos en Informática y para su Grupo de Trabajo sobre Cuestiones de Seguridad (GTCS) el año pasado fue el examen

de las consecuencias de los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 para la planificación de la continuidad de la actividad de los bancos centrales. En la reunión del Grupo celebrada en noviembre, los participantes presentaron cada uno un informe especial sobre las repercusiones en su organización.

Los bancos centrales utilizan cada vez más Internet y la tecnología relacionada con esta vía para comunicarse con el mundo exterior. Sin embargo, su uso conlleva claramente riesgos para la seguridad de la información. El año pasado los expertos en informática y el GTCS prestaron una atención considerable al intercambio de información, tanto sobre los aspectos organizativos como estratégicos de seguridad en TI, así como sobre las numerosas salvaguardas técnicas que pueden utilizarse. Un ejemplo fue el análisis, por parte de un grupo de trabajo del GTCS, de la cuestión de la complejidad de la infraestructura de clave pública.

Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación

El Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación (GBCLF) ha recibido el mandato de los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 para examinar la amenaza que supone para el papel moneda la creciente utilización de ordenadores personales en la falsificación de billetes. Los elementos tecnológicos básicos para luchar contra la falsificación por medio de ordenadores se han desarrollado en los tres últimos años. El Grupo ha comenzado a solicitar el apoyo y la colaboración de fabricantes de equipos y diseñadores de programas informáticos para facilitar la adopción de esta tecnología. El BPI presta asistencia a los trabajos del GBCLF albergando su secretaría y actuando de agente en los acuerdos contractuales.

4. Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco siguió desempeñando durante el año examinado sus funciones de fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes y Young (para más información sobre las funciones del Banco a este respecto véase el 63º Informe Anual de junio de 1993). En lo concerniente a estos bonos de consolidación, el Deutsche Bundesbank, en su calidad de agente de pago, notificó al Banco que en 2001 la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administración de la Deuda Federal de Alemania) había pagado una cantidad total de alrededor de 7,9 millones de marcos alemanes y 1,12 millones de euros, en concepto de reembolso del principal y de intereses. Los valores de reembolso y otros detalles fueron publicados por la BSV en el Bundesanzeiger (Boletín Oficial Federal).

El Banco mantuvo sus reservas sobre la aplicación de la cláusula de garantía cambiaria del empréstito Young por parte de la BSV (formuladas

detalladamente en su 50º Informe Anual de junio de 1980) y las hizo extensivas a los bonos de consolidación 1990–2010.

Funciones de agente depositario de garantías

En aplicación de una serie de acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos denominados en divisas, emitidos por países en aplicación de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Los acuerdos de garantías actuales incluyen los de los bonos brasileños (descritos detalladamente en el 64º Informe Anual de junio de 1994), los bonos peruanos (véase el 67º Informe Anual de junio de 1997) y los bonos de Côte d'Ivoire (véase el 68º Informe Anual de junio de 1998).

5. Operaciones del Departamento Bancario

A 31 de marzo de 2002, el Balance era de 87.714 millones de francos oro¹, lo que constituye una nueva cifra récord al fin del presente ejercicio y representa un aumento del 15,3% con respecto a la cifra récord del final del ejercicio fiscal anterior de 76.054 millones registrados doce meses antes.

El verano pasado, el Balance ya era muy superior a los niveles del ejercicio financiero anterior, pero una gran entrada de fondos tras los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 situó el total en una nueva cifra récord de 89.894 millones de francos oro el 25 de septiembre. La disminución registrada durante las semanas siguientes fue contrarrestada en gran parte por las nuevas entradas previstas para el final del ejercicio, hasta tal punto que el balance casi igualó la cifra récord alcanzada en septiembre. En el primer trimestre de 2002 se produjo una moderada contracción, pero fue mucho menor que en ejercicios financieros anteriores.

Pasivo

A 31 de marzo de 2002, los fondos recibidos en depósitos en oro y divisas (excluidos los pactos de recompra, o *repos*) sumaban un total de 82.018 millones de francos oro, frente a los 70.117 millones que alcanzaban al cierre del ejercicio anterior. Los depósitos en oro se redujeron en 311 millones de francos oro, alcanzando un total de 2.531 millones, lo que representa un 3,1% del total de depósitos (frente a la cifra de 4,1% del ejercicio anterior). En cambio, los depósitos en divisas crecieron en 12.212 millones de francos oro (excluidos los *repos*) durante ese mismo periodo. De hecho, en lo que se refiere al ejercicio en su conjunto, el volumen medio diario de depósitos en divisas fue un 16% mayor que en el ejercicio anterior, aumento al que

¹ El franco oro al que se hace referencia en este capítulo equivale a 0,29032258... gramos de oro fino – Artículo 4 de los Estatutos. El activo y el pasivo se convierten a francos oro sobre la base de un precio del oro de 208 dólares de Estados Unidos por onza de oro fino (lo que equivale a 1 franco oro = 1,94149... dólares de Estados Unidos).

contribuyó en cierta medida el incremento del volumen de operaciones de los clientes asiáticos, que ahora negocian cada vez más a través de la sala de transacciones, abierta en la Oficina de Representación del BPI en la Región Administrativa Especial de Hong Kong en octubre de 2000.

El incremento que experimentó el volumen de depósitos en divisas durante el pasado ejercicio financiero se debió en gran medida al aumento de los fondos recibidos en dólares de Estados Unidos, principalmente en instrumentos negociables del BPI pero también en depósitos a plazo fijo. A 31 de marzo de 2002, el dólar de Estados Unidos representaba el 69,2% del total de fondos depositados en divisas (incluidos los *repos*), frente a la cifra de 66,9% del ejercicio anterior. A pesar del modesto aumento del volumen de fondos recibidos en euros, la proporción correspondiente al euro disminuyó durante ese mismo periodo, pasando de 20,7% a 18,6% del total de fondos depositados en divisas.

Los depósitos en divisas efectuados por los bancos centrales y otras autoridades monetarias aumentaron de 64.687 millones de francos oro a 76.228 millones, lo que a finales de marzo de 2002 representaba un 95,9% del total de fondos depositados en divisas (excluidos los *repos*), cifra apenas distinta del 96,2% del ejercicio financiero anterior. Los fondos procedentes de otros depositantes (principalmente instituciones internacionales) ascendieron a 3.258 millones de francos oro. Aunque los clientes del BPI han mostrado una continua tendencia a alargar el vencimiento medio de los fondos depositados y aceptar más riesgo de mercado a cambio de mayores rendimientos, durante la segunda mitad del ejercicio financiero algunos clientes tendieron a acortar la duración de sus inversiones en el BPI en previsión de una subida de los tipos de interés mundiales.

Activo

Los fondos depositados en el BPI se colocan en el mercado, principalmente en bancos comerciales de excelente reputación a escala mundial, y en títulos del Estado a corto plazo. El BPI también concede créditos a corto plazo a bancos centrales, normalmente garantizados. El riesgo crediticio, la transformación de los vencimientos y el riesgo de mercado derivados de las operaciones financieras del Banco en Basilea y en Hong Kong son vigilados rigurosamente por una unidad independiente de control del riesgo que rinde cuentas directamente al Director General Adjunto. Se pone especial cuidado en garantizar que el grado de liquidez sea suficiente en todo momento para responder eficazmente a las necesidades previstas o imprevistas de los clientes.

A 31 de marzo de 2002, las inversiones en divisas ascendían a 83.690 millones de francos oro, mientras que un año antes eran de 71.636 millones. Este total comprende 124 millones de francos oro en concepto de anticipos a los bancos centrales, frente a los 210 millones del ejercicio financiero anterior. Los activos del Banco en oro disminuyeron durante el ejercicio, pasando de 3.521 millones de francos oro a 3.210 millones, 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 valores líquidos emitidos por los gobiernos de los principales países industrializados, aunque se ha producido cierta diversificación en favor de los instrumentos crediticios de primera clase y de los valores emitidos por instituciones internacionales.

El Banco también utiliza diversos instrumentos derivados con el fin de gestionar sus fondos con mayor eficacia y dar cobertura a los fondos recibidos en préstamo (véase la nota 10(a) de las Cuentas). Estos instrumentos son, en su mayor parte, de la variedad clásica, en concreto, futuros y *swaps* de tipos de interés.

6. Beneficios netos y su distribución

Las Cuentas del 72º ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2002 arrojan un beneficio neto de 225,7 millones de francos oro, frente a los 271,7 millones de francos oro del ejercicio anterior. Las pérdidas contables fueron significativas en las operaciones realizadas con los recursos depositados, debido a que clientes de los bancos centrales continuaron intensificando sus operaciones de cartera en un clima de descenso de los tipos de interés y, por lo tanto, de aumento del valor de mercado de sus derechos sobre el BPI. En términos económicos, estas pérdidas fueron contrarrestadas por las ganancias contables no realizadas en los activos y las operaciones extracontables que sirven de contrapartida de los fondos depositados. Sin embargo, conforme a la práctica contable actual del Banco, estas ganancias no realizadas sólo se reconocen en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias con el paso del tiempo, de acuerdo con el vencimiento de los derechos en cuestión. Excluidos estos factores, los beneficios generados por las operaciones realizadas con los fondos depositados fueron algo menores que en el ejercicio financiero anterior y los ingresos adicionales generados por el considerable crecimiento de los depósitos de los clientes fueron contrarrestados ligeramente por el efecto de la reducción de los márgenes de intermediación. Los ingresos procedentes de los intereses generados por las inversiones de fondos propios disminuyeron levemente debido a que la recompra de acciones en enero de 2001 redujo el volumen de fondos propios del Banco. El clima de descenso de los tipos de interés generó ganancias de capital realizadas en la cartera de inversión del Banco y un aumento de la contribución de la cuenta de compensación de valores. Por último, el Consejo de Administración decidió que, como el nivel actual de provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos era suficiente, no era necesario realizar una transferencia a esta provisión.

El resultado que se indica para el ejercicio financiero del año en curso es el obtenido después de deducir 67,4 millones de francos oro en concepto de gastos de administración, incluida la depreciación, en comparación con la cifra del ejercicio anterior de 67,0 millones de francos oro, lo que representa un aumento de menos del 1%. Los gastos de administración aumentaron menos de un 1% en francos suizos, moneda en la que se realiza la mayor parte de los gastos del Banco. Dentro de esta categoría, la depreciación

aumentó un 8% en francos suizos (y también un 8% en francos oro) como consecuencia de las continuas inversiones del Banco en TI y otro equipamiento.

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, se ha propuesto que la Asamblea General distribuya los beneficios netos de 225,7 millones de francos oro de la siguiente manera:

- (i) 52,6 millones de francos oro para el pago de un dividendo de 380 francos suizos por acción. Debe señalarse que se pagará el dividendo a 452.073 acciones. El número de acciones emitidas y pagadas antes de la operación de recompra es de 529.125. De este número de acciones, 77.052 son acciones propias, que comprenden 74.952 acciones recompradas a antiguos accionistas privados y a bancos centrales y 2.100 acciones de otro tipo. No se pagará ningún dividendo por las acciones propias;
- (ii) 26,9 millones de francos oro que se transferirán al fondo de reserva general;
- (iii) 3,0 millones de francos oro que se transferirán al fondo de reserva especial para dividendos; y
- (iv) 143,2 millones de francos oro, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles, que se transferirán al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que resulte conforme a los Estatutos.

El Consejo de Administración ha propuesto que se pague el dividendo antes mencionado el 15 de julio de 2002 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2002.

La auditoría de las Cuentas del Banco ha sido debidamente realizada por PricewaterhouseCoopers AG, que ha confirmado que el Balance y la Cuenta de pérdidas y ganancias, junto con las notas que los acompañan, reflejan fielmente la posición financiera del Banco a 31 de marzo de 2002 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Su informe figura después de las Cuentas.

7. Capital en acciones del BPI

Recuperación de las acciones en manos de particulares

Tras la decisión tomada en la Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 para recuperar todas las acciones del BPI que estaban en manos de particulares (descrita detalladamente en el 71º Informe Anual de junio de 2001, páginas 201–202), a finales de abril de 2002 se efectuó el pago de una indemnización de 16.000 francos suizos por acción en el caso de más del 99% de las acciones. El Banco está tratando de ponerse en contacto con el resto de los accionistas privados que aún no han solicitado indemnización.

Determinados accionistas privados están expresando su disconformidad con las condiciones de la recuperación, en concreto, con la cuantía de la indemnización pagada por sus acciones. El Banco ha solicitado que todas esas demandas se remitan al Tribunal Arbitral establecido por los Acuerdos de La Haya, en el que están siguiéndose los procedimientos de arbitraje. El

Artículo 54 de los Estatutos del Banco dispone que este Tribunal Arbitral es el único competente para dictaminar sobre los conflictos entre el Banco y sus antiguos accionistas privados debido a la recompra. Las acciones emprendidas por los antiguos accionistas privados en los tribunales nacionales de Estados Unidos se han desestimado o se han suspendido a la espera del dictamen del Tribunal Arbitral, y el Banco está buscando la misma ayuda en las acciones iniciadas por antiguos accionistas privados en un tribunal nacional de Francia.

División de la emisión yugoslava de capital del Banco

Tras el acuerdo alcanzado con los cinco estados sucesores de la antigua República Federal Socialista de Yugoslavia y sus respectivos bancos centrales, en la Asamblea General Extraordinaria del Banco celebrada el 11 de junio de 2001 se decidió cancelar la emisión yugoslava original de capital del Banco y emitir un número equivalente de nuevas acciones que se repartirá entre el Banco Central de Bosnia y Herzegovina, el Banco Nacional Croata, el Banco Nacional de la República de Macedonia, el Banco de Eslovenia y el Banco Nacional de Yugoslavia. Al mismo tiempo, se decidió cancelar las acciones que se habían emitido provisionalmente en 1997 a favor de cuatro de estos bancos centrales (véase el 68º Informe Anual de junio de 1998, pág. 203). Como consecuencia de estas operaciones, el capital emitido por el Banco se redujo de 529.165 a 529.125 acciones.

8. Cambios de la composición del Consejo de Administración

El 28 de febrero de 2002 concluyó el mandato de Urban Bäckström, Gobernador del Sveriges Riksbank, como Presidente del Consejo de Administración y Presidente del Banco. El Consejo eligió en su sesión de enero de 2002 a Nout H E M Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, como Presidente del Consejo de Administración y Presidente del Banco para un periodo de tres años, que comenzó el 1 de marzo de 2002.

En marzo de 2002, Sir Edward George, Gobernador del Banco de Inglaterra, renovó el nombramiento de Lord Kingsdown como miembro del Consejo de Administración para otro periodo de tres años, que concluirá el 6 de mayo de 2005. En esa misma sesión, el Consejo reeligió a Lord Kingsdown como Vicepresidente del Consejo para el nuevo periodo de su mandato, que terminará el 6 de mayo de 2005, y a Urban Bäckström como miembro del Consejo para otro periodo de tres años, que expirará el 31 de marzo de 2005.

Hubo otros dos cambios entre los primeros Suplentes de los miembros ex officio del Consejo. Jean-Claude Trichet, Gobernador del Banco de Francia, nombró a Marc-Olivier Strauss-Kahn para sustituir a Jean-Pierre Patat a partir de diciembre de 2001, y Sir Edward George nombró a Paul Tucker para remplazar a Ian Plenderleith a partir de junio de 2002.

No hubo cambios en la Dirección del Banco durante el ejercicio financiero 2001/02.

El Consejo de Administración lamentó con profundo dolor en su sesión de enero de 2002 el fallecimiento de Jelle Zijlstra el 23 de diciembre de 2001 a los 83 años. El Sr. Zijlstra fue miembro del Consejo desde julio de 1967 hasta diciembre de 1981 y dirigió el BPI durante este periodo como su Presidente y como Presidente del Consejo.

El Banco también recordó con hondo pesar la muerte de dos antiguos miembros de la alta dirección. El Sr. Maurice Toussaint, quien entrara en el Banco en 1971 y fuera Director en el Departamento Bancario hasta su jubilación en 1986, falleció el 5 de junio de 2001 a los 80 años. El Sr. Antonio D'Aroma, quien entrara en el Banco como Secretario General en 1962 y fuera nombrado Director General Adjunto el 1 de enero de 1975, cargo que ostentó hasta su jubilación en septiembre de 1978, falleció el 5 de junio de 2002 a los 90 años.

Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias

a 31 de marzo de 2002

Balance de Situación a 31 de marzo de 2002

(en millones de francos oro – véase la nota 2(a) a las Cuentas)

2001	Activo	2002
	Oro	
2 195,3	En lingotes	1 910,3
<u>1 325,8</u>	Depósitos a plazo y anticipos	<u>1 299,6</u>
3 521,1		3 209,9
20,3	Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	3 292,3
4 597,8	Letras del Tesoro	9 588,1
	Depósitos a plazo y anticipos en divisas	
27 894,8	A tres meses como máximo	28 435,1
<u>16 901,6</u>	A más de tres meses	<u>17 102,9</u>
44 796,4		45 538,0
3 882,0	Títulos adquiridos con pacto de reventa	
	A tres meses como máximo	1 660,7
	Títulos del Estado y otros valores a plazo	
4 490,3	A tres meses como máximo	3 753,3
<u>13 849,2</u>	A más de tres meses	<u>19 857,6</u>
18 339,5		23 610,9
113,2	Terrenos, edificios y equipamiento	115,4
783,7	Varios	699,1
<u>76 054,0</u>		<u>87 714,4</u>

Después de la
distribución de los
beneficios netos
del ejercicio

Antes
de la distribución de los
beneficios netos
del ejercicio

2001	Pasivo	2002	
330,7	Capital	330,7	330,7
3 134,7	Reservas	3 134,7	3 307,8
(384,0)	Acciones propias	(384,0)	(384,0)
56,0	Cuenta de diferencias de valoración	25,5	25,5
	Depósitos (oro)		
2 178,1	A la vista	1 909,8	1 909,8
282,5	A tres meses como máximo	266,4	266,4
381,7	A más de tres meses	355,2	355,2
2 842,3		2 531,4	2 531,4
	Depósitos (monedas)		
2 690,5	A la vista	2 510,3	2 510,3
28 204,1	A tres meses como máximo	36 369,5	36 369,5
36 380,2	A más de tres meses	40 606,6	40 606,6
67 274,8		79 486,4	79 486,4
	Títulos vendidos con pacto de recompra		
990,6	A tres meses como máximo	660,0	660,0
1 760,3	Varios	1 704,0	1 704,0
	Cuenta de pérdidas y ganancias	225,7	
48,6	Dividendos		52,6
76 054,0		87 714,4	87 714,4

Cuenta de pérdidas y ganancias

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2002
(en millones de francos oro)

	2001	2002
Intereses, descuentos y otros ingresos de explotación	5 532,0	6 049,2
A deducir: cargos por intereses y descuentos	5 193,3	5 756,1
Intereses netos y otros ingresos de explotación	338,7	293,1
A deducir: gastos de administración		
Consejo de Administración	1,1	0,9
Dirección y personal	39,3	39,0
Gastos de oficina y diversos	18,5	18,7
Gastos de administración antes de la amortización	58,9	58,6
Amortización	8,1	8,8
	67,0	67,4
Beneficios netos del ejercicio financiero	271,7	225,7
<p>El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que los beneficios netos del ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2002 se distribuyan de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 de los Estatutos de la manera siguiente:</p>		
Dividendo: 380 francos suizos por acción a 452 073 acciones		52,6
360 francos suizos por acción a 452 113 acciones	48,6	
	48,6	52,6
	223,1	173,1
Transferencia al fondo de reserva general	44,6	26,9
	178,5	146,2
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3,0	3,0
	175,5	143,2
Transferencia al fondo de reserva libre	175,5	143,2
	—	—

Evolución del capital y de las reservas del Banco

durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2002
(en millones de francos oro)

I. Capital

	Número de acciones	Francos oro (millones)
Acciones de 2 500 francos oro, de las que se ha desembolsado el 25%:		
Saldo a 31 de marzo de 2001, según el balance de situación	529 165	330,7
Saldo a 31 de marzo de 2002, según el balance de situación	529 125	330,7

Para más información véase la nota 7 a las Cuentas.

II. Evolución de los fondos de reservas

	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	Total de fondos de reserva
Saldos a 31 de marzo de 2001, tras la distribución de los beneficios netos del ejercicio financiero 2000/01	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7
A añadir: distribución de los beneficios netos del ejercicio financiero 2001/02	–	26,9	3,0	143,2	173,1
Saldos a 31 de marzo de 2002, según el Balance de situación	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8

III. El capital y los fondos de reserva a 31 de marzo de 2002 (después de las distribuciones indicadas):

	Capital	Fondos de reserva	Total de capital y reservas
Activos netos en:			
Oro	330,7	330,7	661,4
Monedas	–	2 977,1	2 977,1
Saldos a 31 de marzo de 2002, según el Balance de situación	330,7	3 307,8	3 638,5

Notas a las Cuentas

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2002
(en millones de francos oro)

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, con sede en Basilea (Suiza). En virtud del artículo 3 de sus Estatutos, sus objetivos son fomentar la cooperación entre los bancos centrales, proporcionar servicios adicionales para las operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente para las liquidaciones financieras internacionales. Actualmente son miembros del Banco cincuenta 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, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza y por consejeros nombrados por seis de estos países.

Las cuentas correspondientes al ejercicio financiero 2001/02 se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración en virtud del 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 1,94149... dólares de Estados Unidos. De conformidad con el artículo 4 de los Estatutos del Banco, el franco oro (FO, en abreviatura) equivale a 0,29032258... gramos de oro fino. Las partidas que representan derechos en oro se convierten a francos oro en función de su peso fino. Las partidas denominadas en dólares de Estados Unidos se convierten a 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 FO = 1,94149... dólares de Estados Unidos). Las partidas denominadas en otras monedas se convierten en dólares de Estados Unidos a los tipos de cambio vigentes en el mercado al contado en la fecha de cierre del balance y los saldos resultantes en dólares de Estados Unidos se convierten a francos oro en la forma indicada.

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 se llevan a la Cuenta de diferencias 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 coste 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 luego a francos oro como ya se ha indicado. Los beneficios mensuales así calculados se acumulan en el beneficio anual.

Las ganancias y las pérdidas que resultan 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 esa 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. 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 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 coste de adquisición, añadiéndose los intereses devengados según proceda, 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 pacto de reventa

Los títulos adquiridos con pacto de reventa se contabilizan de acuerdo con la cuantía entregada por anticipado a la otra parte, más los intereses devengados.

(g) Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento y la amortización es lineal durante su vida útil estimada de la manera siguiente:

Terrenos – no se deprecian.

Edificios – 50 años.

Instalaciones y maquinaria – 15 años.

Equipamiento informático – 4 años.

Otro equipamiento – entre 4 y 10 años.

(h) Cuenta de diferencias de valoración

En la cuenta de diferencias de valoración se registran los efectos de las diferencias cambiarias que se describen en el apartado (a) anterior. Estas diferencias 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 al valor pagadero al vencimiento del depósito, en cuyo caso, el tratamiento contable es análogo al que se aplica a los títulos a plazo fijo en poder del Banco (véase el apartado (d) anterior).

(j) Títulos vendidos con pacto de recompra

Los títulos vendidos con pacto de recompra se contabilizan por la cuantía recibida de la otra parte, más los intereses devengados.

(k) Provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos

Cada año, el Consejo de Administración revisa el nivel de la provisión (y si lo estima necesario, dota esta provisión) y determina su uso. La provisión se incorpora a la partida de varios del pasivo.

3. Tenencias de oro

En el cuadro siguiente se indica la composición de las tenencias totales de oro del Banco:

Activos	2001	2002
Oro en lingotes en los bancos centrales	2 195,3	1 910,3
Depósitos a plazo en oro:		
A tres meses como máximo	372,0	328,4
A más de tres meses	953,8	971,2
	<u>3 521,1</u>	<u>3 209,9</u>

Las tenencias de oro propias del Banco ascendían, a 31 de marzo de 2002, a 661,4 millones de FO, que equivalen a 192 toneladas de oro fino (2001: 661,7 millones de FO; 192 toneladas).

4. Letras del Tesoro

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2001	2002
Valor contable	4 597,8	9 588,1

El valor de mercado de las letras del Tesoro, a 31 de marzo de 2002, era de 9 587,0 millones de FO (2001: 4 601,1 millones de FO).

5. Títulos del Estado y otros valores a plazo

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2001	2002
Valor contable	18 339,5	23 610,9

El valor de mercado de los títulos del Estado y otros valores a plazo, a 31 de marzo de 2002, era de 23 649,6 millones de FO (2001: 18 558,4 millones de FO).

6. Terrenos, edificios y equipamiento

	Terrenos y edificios	Equipamiento informático y otros	Total
Coste:			
Saldo de apertura a			
1 de abril de 2001	125,8	31,9	157,7
Gasto de capital		8,0	8,0
Ajustes cambiarios	3,3	0,9	4,2
Coste a 31 de marzo de 2002	129,1	40,8	169,9
Amortización:			
Amortización acumulada a			
1 de abril de 2001	29,5	15,0	44,5
Provisión para amortización correspondiente al ejercicio actual	2,3	6,5	8,8
Ajustes cambiarios	0,8	0,4	1,2
Amortización acumulada a			
31 de marzo de 2002	32,6	21,9	54,5
Valor contable neto a			
31 de marzo de 2002	96,5	18,9	115,4

El coste de los terrenos del Banco, a 31 de marzo de 2002, era de 23,5 millones de FO (2001: 22,9 millones de FO).

7. Capital

El capital del Banco está integrado por:

	2001	2002
Capital autorizado:		
600 000 acciones, de 2 500 francos oro cada una	1 500,0	1 500,0
Capital emitido: 529 125 acciones (2001: 529 165)	1 322,9	1 322,8
25% desembolsado	330,7	330,7

- (a) La Asamblea General Extraordinaria del 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco para limitar el derecho de tenencia de acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales, efectuando así una recompra obligatoria de 72 648 acciones de las emisiones belga, estadounidense y francesa en manos de accionistas privados (es decir, tenedores distintos de los bancos centrales) a cambio de una indemnización de 16 000 francos suizos por acción. En lo que se refiere a las acciones de estas emisiones en manos de los bancos centrales distintos de los tres países de emisión, el Banco compró al mismo precio 2 304 acciones, 500 de las cuales se recompraron después del 31 de marzo de 2001. El Consejo redistribuirá en su momento dichas acciones entre los bancos centrales actualmente accionistas de la manera que estime oportuna. Los derechos de voto que confieren estas acciones no resultarán afectados y continuarán correspondiendo a los respectivos bancos centrales de Bélgica, Estados Unidos y Francia.
- (b) El coste de la recompra del total de las 74 952 acciones antes mencionadas, que asciende a 384,0 millones de FO, aparece en el Balance como un pasivo negativo en la rúbrica "Acciones propias".
- (c) Durante el ejercicio financiero 2001/02 se cancelaron 40 acciones, que representaban la emisión provisional de 10 acciones a favor de cada uno de los siguientes bancos: Banco Central de Bosnia y Herzegovina, Banco Nacional Croata, Banco Nacional de la República de Macedonia y Banco de Eslovenia.
- (d) El número de acciones que dan derecho al pago de un dividendo para el ejercicio 2001/02 se obtiene de la siguiente manera:

Capital emitido a 31 de marzo de 2002	529 125
A deducir: acciones propias:	
Procedentes de accionistas privados y de bancos centrales	74 952
Otras	2 100
Número total de acciones con derecho a dividendo	452 073

8. Reservas

Las reservas del Banco están integradas por:

	2001	2002
Fondo de reserva legal	33,1	33,1
Fondo de reserva general	1 303,7	1 330,6
Fondo de reserva especial para dividendos	71,5	74,5
Fondo de reserva libre	1 726,4	1 869,6
	<u>3 134,7</u>	<u>3 307,8</u>

Las dotaciones anuales para los distintos fondos de reserva se rigen por el artículo 51 de los Estatutos del Banco. Las cantidades transferidas también se indican en el cuadro II de "Evolución del capital y de las reservas del Banco".

9. Depósitos

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de los bancos centrales. La composición por vencimientos de los depósitos en monedas colocados en el Banco era la siguiente:

	2001	2002
Bancos centrales:		
A la vista	2 293,7	2 214,2
A tres meses como máximo	27 176,4	34 372,8
A más de tres meses	35 216,9	39 641,0
Otros depositantes:		
A la vista	396,8	296,1
A tres meses como máximo	1 027,7	1 996,7
A más de tres meses	1 163,3	965,6
	<u>67 274,8</u>	<u>79 486,4</u>

10. Transacciones fuera de balance

(a) Derivados

En el curso normal de sus actividades, el Banco es partícipe de transacciones financieras fuera de balance, como son los contratos de divisas a plazo, los *swaps* de divisas y de tipos de interés, los contratos de tipos de interés a plazo, los contratos de futuros y las opciones. Estos instrumentos se utilizan para gestionar la exposición de los activos y pasivos del banco a riesgos de tipos de interés y cambiarios. El Banco aplica al análisis de sus compromisos extracontables los mismos criterios crediticios que a todas las demás inversiones.

Cantidades nominales de principal

	2001	2002
Contratos sobre tipos de cambio:		
<i>Swaps</i> y contratos a plazo de divisas	11 542,4	4 704,2
<i>Swaps</i> de divisas	1 776,1	5 438,0
Opciones	–	207,9
Contratos sobre tipos de interés:		
<i>Swaps</i> de tipos de interés	41 012,6	69 767,5
Acuerdos a plazo sobre tipos de interés y futuros	21 864,3	29 837,1

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 coste bruto de reposición de la totalidad de los contratos en que se aprecian beneficios a los precios vigentes de mercado, a 31 de marzo de 2002, era de 1 601,3 millones de FO (2001: 1 476,1 millones de FO).

(b) Transacciones fiduciarias

Las transacciones fiduciarias no se incluyen en el balance, dado que, aunque el Banco las efectúa en nombre propio, se hacen por cuenta y riesgo de los clientes del Banco.

	2001	2002
Valor nominal de los títulos mantenidos en custodia	8 400,5	8 140,4
Oro en consignación	700,3	587,3

(c) Plan de pensiones y plan de ahorro del personal

El Banco tiene un plan de pensiones y un plan de ahorro. Los dos fondos son similares a fondos fiduciarios y no tienen personalidad jurídica independiente. Sus activos son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los miembros actuales y antiguos del personal que participan en los dos planes. Todos los pagos efectuados en aplicación de estos planes se cargan al fondo correspondiente.

El Banco se ha comprometido a mantener un coeficiente de cobertura mínimo del 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 realizadas por el Banco se incluye mensualmente en sus gastos de administración.

A 31 de marzo de 2002, el valor de mercado de los activos netos del fondo de pensiones era de 257,1 millones de FO (2001: 256,3 millones de FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 108% (2001: 117%) en comparación con el valor actuarial anual más reciente del pasivo del

fondo a 30 de septiembre de 2001. El valor de mercado de los activos netos del fondo de ahorro era de 24,6 millones de FO a 31 de marzo de 2002 (2001: 23,8 millones de FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 106% (2001: 102%) en comparación con el pasivo del plan en esa fecha. Las cuentas anuales más recientes de los fondos de pensiones y de ahorro se refieren al ejercicio cerrado el 30 de septiembre de 2001.

11. Pasivos contingentes

Algunos antiguos accionistas privados han manifestado su insatisfacción con la cuantía de la indemnización que les paga el Banco en relación con la recompra obligatoria de las acciones que no están en manos de bancos centrales. En la actualidad, existe un proceso pendiente en el Tribunal Arbitral de La Haya y se ha presentado una demanda ante el Tribunal Comercial de París. El Banco ha declarado que si el Tribunal Arbitral decidiera elevar la indemnización, este aumento se aplicaría a todas las acciones recompradas.

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 de 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 con los principios de valoración que se describen en el epígrafe "Directrices contables adoptadas" de las Notas a las Cuentas. En virtud de los Estatutos del Banco, nuestra responsabilidad es expresar una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, basada en nuestra auditoría y comunicársela a ustedes.

Nuestra auditoría abarcó el examen, basado en una muestra representativa, de los justificantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y otros datos relacionados con ellos. 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 y creemos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable a nuestro juicio.

En nuestra opinión, el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, incluidas las notas que los acompañan, han sido debidamente elaborados y reflejan de manera fiel la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2002, así como los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado en dicha fecha y, por consiguiente, resultan conformes con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 13 de mayo de 2002

Resumen quinquenal del Balance de situación

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	1998	1999	2000	2001	2002
Oro					
<i>En lingotes</i>	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3	1 910,3
<i>Depósitos a plazo y anticipos</i>	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8	1 299,6
	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	7,8	8,3	11,4	20,3	3 292,3
Letras del Tesoro	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1
Depósitos a plazo y anticipos en divisas	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0
Títulos adquiridos con pacto de reventa	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7
Títulos del Estado y otros valores a plazo	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9
Terrenos, edificios y equipamiento	–	124,7	120,7	113,2	115,4
Activos varios	258,7	44,5	82,0	783,7	699,1
Total del activo	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4
Capital desembolsado	323,2	323,2	330,7	330,7	330,7
Reservas (después de la distribución de beneficios netos del ejercicio)					
<i>Fondo de reserva legal</i>	32,3	32,3	33,1	33,1	33,1
<i>Fondo de reserva general</i>	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7	1 330,6
<i>Fondo de reserva especial para dividendos</i>	62,5	65,5	68,5	71,5	74,5
<i>Fondo de reserva libre</i>	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4	1 869,6
	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7	3 307,8
Acciones propias	–	–	–	(384,0)	(384,0)
Cuenta de diferencias de valoración	247,2	265,4	191,9	56,0	25,5
Depósitos					
<i>Oro</i>	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4
<i>Monedas</i>	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4
	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8
Títulos vendidos con pacto de recompra	30,7	121,5	103,0	990,6	660,0
Plan de pensiones del personal	257,0	–	–	–	–
Pasivos varios	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3	1 704,0
Dividendos	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
Total del pasivo	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4

Resumen quinquenal de la Cuenta de pérdidas y ganancias

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	1998	1999	2000	2001	2002
Intereses netos y otros ingresos de explotación	314,9	370,4	376,6	338,7	293,1
A deducir: gastos de administración					
<i>Consejo de Administración</i>	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9
<i>Dirección y personal</i>	39,4	40,9	40,6	39,3	39,0
<i>Gastos de oficina y diversos</i>	15,0	18,6	19,4	18,5	18,7
Gastos de administración antes de la amortización	55,7	60,8	61,2	58,9	58,6
<i>Amortización</i>	–	6,0	7,6	8,1	8,8
	55,7	66,8	68,8	67,0	67,4
Beneficios netos del ejercicio financiero	259,2	303,6	307,8	271,7	225,7
Dividendos	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
	206,6	246,2	253,1	223,1	173,1
Transferencias al fondo de reserva general	41,3	49,2	50,6	44,6	26,9
	165,3	197,0	202,5	178,5	146,2
Transferencias al fondo de reserva especial para dividendos	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
Transferencias al fondo de reserva libre	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
	–	–	–	–	–

Consejo de Administración

Nout H E M Wellink, Amsterdam
Presidente del Consejo de Administración
Presidente del Banco

Lord Kingsdown, Londres
Vicepresidente

Urban Bäckström, Estocolmo
Vicenzo Desario, Roma
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Roma
Sir Edward George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, París
Masaru Hayami, Tokio
William J. McDonough, Nueva York
Guy Quaden, Bruselas
Jean-Pierre Roth, Zurich
Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno
Jean-Claude Trichet, París
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruselas
Ernst Welteke, Fráncfort del Meno

Suplentes

Bruno Bianchi o Stefano Lo Faso, Roma
Roger W. Ferguson o Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Fráncfort del Meno
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, París
Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

Subcomités del Consejo de Administración

Comité Consultivo
Comité de Auditoría

presididos por Lord Kingsdown

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
Renato Filosa	Director Departamento Económico y Monetario
Mario Giovanoli	Asesor General, Director
Günter Pleines	Jefe Adjunto del Departamento Bancario
Peter Dittus	Secretario General Adjunto
Josef Tošovský	Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera

Bancos centrales miembros del BPI

Deutsche Bundesbank	Banco de la Reserva de India
Saudi Arabian Monetary Agency	Banco Central de Irlanda
Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Islandia
Banco de la Reserva de Australia	Banco de Italia
Banco Nacional de Austria	Banco de Japón
Banco Nacional de Bélgica	Banco de Letonia
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	El Banco de Lituania
Banco Central de Brasil	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco Nacional de Bulgaria	Banco Central de Malasia
Banco de Canadá	Banco de México
The People's Bank of China	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional Croata	Banco Nacional de Polonia
Banco Nacional de Dinamarca	Banco de Portugal
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco de Inglaterra
Banco de Eslovenia	Banco Nacional Checo
Banco de España	Banco Nacional de Rumania
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Banco Central de la Federación Rusa
Banco de Estonia	Autoridad Monetaria de Singapur
Banco Central Europeo	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Finlandia	Sveriges Riksbank
Banco de Francia	Banco Nacional Suizo
Banco de Grecia	Bank of Thailand
Hong Kong Monetary Authority	Banco Central de la República de Turquía
Banco Nacional de Hungría	Banco Nacional de Yugoslavia

