

## VIII. Conclusión: hacia un crecimiento mundial más equilibrado

La economía mundial se enfrenta a un dilema crucial que va adquiriendo mayores proporciones: ¿cómo pueden solucionarse los desequilibrios de crecimiento y balanza exterior existentes entre las principales áreas económicas, manteniendo al mismo tiempo un sólido crecimiento de la economía mundial? Para dar respuesta a este interrogante no basta con dilucidar si la inversión tomará el relevo del gasto de consumo en Estados Unidos, en caso de que éste decaiga. Después de todo, la economía estadounidense se está viendo estimulada por unas políticas monetarias y fiscales muy expansivas, así como por la reciente depreciación del dólar. Más importante resulta saber si, tras un largo periodo de debilidad, la demanda interna crecerá en otros países, especialmente en Europa continental y Japón. En este contexto, un dólar a la baja constituye tanto un reto como una oportunidad para los países cuyo tipo de cambio real tiende actualmente a apreciarse. Cabría preguntarse si la apreciación de sus monedas simplemente desacelerará su crecimiento, y a su vez quizás también el crecimiento mundial, o si por el contrario impulsará reformas estructurales fundamentales y unas políticas de gestión de la demanda más expansivas que pudieran mejorar significativamente los resultados económicos con el paso del tiempo.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo dependerán en gran medida de dos parámetros económicos subyacentes, a saber, la propensión a ahorrar y a asumir riesgos. Ambos parámetros han experimentado recientemente pronunciadas fluctuaciones, lo que genera una considerable incertidumbre sobre su evolución futura.

Lo que ocurra con la propensión al ahorro en Estados Unidos reviste especial importancia, puesto que durante casi una década, una fracción desproporcionadamente alta del crecimiento de la demanda mundial ha tenido su origen en este país. El descenso secular de la tasa de ahorro financiero de los hogares en Estados Unidos ha sido notable y, a través de su efecto sobre la balanza por cuenta corriente, ha estimulado enérgicamente la demanda mundial. En otros países se han observado descensos similares, acompañados con frecuencia de considerables incrementos de la deuda interna y externa. Parece probable que a la larga, estas fluctuaciones de gran trascendencia económica acaben invirtiéndose, al menos parcialmente, lo que limitará el gasto interno en estos países y el potencial exportador de otras economías. En Asia, donde las tasas de ahorro también han caído, si bien han permanecido por lo general en niveles muy superiores a otras regiones, el crecimiento de la demanda se ha basado normalmente en las estrategias orientadas a la exportación. Está claro que la continuidad de estas estrategias, en momentos en los que las tasas de ahorro aumentan en otras zonas

geográficas, lastraría el crecimiento de la economía mundial. En este entorno, caracterizado por unos niveles de inflación ya de por sí reducidos, no es inconcebible que también puedan surgir problemas relacionados con una deflación más generalizada.

Por supuesto, también es posible (aunque menos probable) que los países con bajas tasas de ahorro sigan gastando profusamente y que los flujos de capitales desde los países más ahorradores hacia los que más gastan continúen expeditos o incluso crezcan. Los niveles de deuda externa no son tan importantes como la capacidad de atender el servicio de sus deudas a partir de su capacidad productiva subyacente. Los elementos fundamentales que favorecen la continuidad de tales flujos son unas tasas de crecimiento de la productividad relativamente altas, así como la capacidad de convertir unos niveles de eficiencia mayores en unas tasas de rendimiento del capital más elevadas. Los resultados cosechados por Estados Unidos en los últimos años han sido notorios en el primer aspecto, aunque no tanto en el segundo.

La actitud de los inversionistas frente al riesgo es una segunda consideración que afecta a las perspectivas a corto plazo. Por un lado, las irregularidades en el gobierno corporativo de algunas empresas han provocado una profunda desconfianza en los informes financieros. La posibilidad de una evolución a la baja de los resultados empresariales es ahora mucho más patente que durante el dilatado periodo expansivo más reciente. A la luz de las pérdidas de capital sufridas en el pasado, en la actualidad se aprecian mejor las vulnerabilidades de las instituciones financieras proclives a asumir riesgos. Parece probable que estos cambios de actitud atemperen la predisposición a asumir riesgos tanto de acreedores como de deudores y podrían limitar la expansión. Por otro lado, el reciente clima alcista de los mercados bursátiles y la sustancial reducción de los diferenciales corporativos podrían indicar un próximo resurgimiento de la disposición a asumir riesgos de manera más generalizada.

Lo que puede afirmarse con mayor seguridad es que las perspectivas a más largo plazo de un crecimiento más equilibrado dependerán en cierta medida de los cambios que se introduzcan en la política económica de los países industrializados con problemas estructurales más enraizados. Durante décadas, Alemania y Japón han experimentado graves rigideces, que empeoraron tras la reunificación y la burbuja, respectivamente. En ambos casos, los problemas subyacentes por el lado de la oferta quedaron ocultos mediante la aplicación de instrumentos fiscales y de una estrategia de crecimiento orientada a la exportación. La utilidad de ambas estrategias podría estar ahora tocando a su límite.

Una cuestión relacionada afecta a un mayor número de países. La apertura de las economías de mercado emergentes y en transición, que lleva aparejada la transferencia de métodos modernos de producción, ya ha producido asombrosos aumentos de la productividad, así como presiones a la baja sobre los precios de los bienes. Esta situación está resultando perjudicial para muchos productores ya establecidos en todo el mundo, aunque ofrece oportunidades de venta a muchos otros fabricantes de bienes. La consecuencia que de aquí se deriva es que ahora debe acelerarse la

evolución secular del mundo industrializado hacia una economía basada en los servicios. A menos que se creen oportunidades de empleo en sectores nuevos o que los salarios se ajusten suficientemente, esta evolución dará lugar a un incremento prolongado del desempleo. Además, el problema del ajuste no se circunscribe únicamente al mundo industrializado. Por ejemplo, los países de Asia oriental deben adaptarse a la creciente relevancia de China y al hecho de que la India, con sus procesos liberalizadores, quizás no se encuentre muy a la zaga. Asimismo, desde la pasada década persisten en estos países problemas financieros por resolver, de modo que los prestamistas podrían cuestionar su apoyo a esos cambios tan necesarios.

Expresado en términos más generales, nunca ha sido tan imperiosa la necesidad de responder con flexibilidad a los acontecimientos futuros, más aún teniendo en cuenta que la alternativa sería un retorno al proteccionismo. A este respecto, las inquietudes han aumentado recientemente debido a los escasos progresos de la Ronda Doha de negociaciones comerciales y a diversas fricciones transatlánticas. Las presiones deflacionarias y la necesidad de acometer dolorosos ajustes tras el periodo de la burbuja exacerbarían esas tendencias aislacionistas. De hecho, el mundo ya contempló una reacción similar, a comienzos de la década de los años 30, y el resultado no fue demasiado alentador.

Frente a este trasfondo histórico, es preciso que las autoridades económicas recuerden dos cosas. En primer lugar, dado que todos navegamos en el mismo barco económico, es necesaria una mayor cooperación a escala nacional entre las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras, así como en el ámbito internacional. En segundo lugar, las soluciones rápidas casi siempre conllevan costes a más largo plazo y beneficios a más corto plazo. Por lo tanto, resultan muy recomendables los marcos normativos que combinan la capacidad de responder con flexibilidad ante dificultades a corto plazo con la sostenibilidad a medio plazo.

## Horizonte de oportunidades y vulnerabilidades

Con el final de la guerra en Iraq, deberían atenuarse algunas de las incertidumbres que frenan la expansión económica. Cabe esperar que tanto la demanda de consumo como la inversión fija privada resulten beneficiadas, especialmente en aquellos países donde esos gastos han sido anormalmente reducidos. Además, también podría contribuir al crecimiento de la demanda el deseo de las empresas de incrementar sus existencias desde unos niveles muy reducidos e incluso de aumentar la seguridad de la cadena de aprovisionamiento. Con todo, la estimación de las futuras propensiones al gasto también habrá de llevarse a cabo con la perspectiva que ofrecen los episodios de extraordinario optimismo vividos a finales de los 80 en Japón y a finales de los 90 en Estados Unidos. Ambos periodos dejaron tras de sí un legado de elevados niveles de deuda, excesos de capacidad productiva y caídas de los precios de las acciones.

La experiencia japonesa revela que tales excesos pueden acabar afectando a la solidez del sistema financiero y culminar incluso en deflación.

Sin embargo, la expansión vivida en Estados Unidos difiere de la japonesa en al menos tres importantes aspectos. Una diferencia positiva es que en Estados Unidos no se produjo un auge comparable del mercado de bienes raíces comerciales. Un segundo contraste, igual de favorable, es que mientras el auge japonés se financió casi exclusivamente a través del sistema bancario, el origen de los fondos fue mucho más diversificado en Estados Unidos. La tercera divergencia podría tener consecuencias menos benignas, aunque no necesariamente en detrimento de Estados Unidos. Así, mientras que el origen de la financiación del auge japonés fue interno, registrando incluso un importante superávit por cuenta corriente, la financiación de la expansión estadounidense procedió en buena medida del exterior. El crecimiento de muchos países se basó en sus exportaciones a Estados Unidos, al que facilitaron una generosa financiación mediante la balanza por cuenta de capital.

Si por cualquier motivo el dólar se depreciase aún más, en esta ocasión serían los acreedores quienes habrían de soportar una doble carga de ajustes. En primer lugar, tendrían que generar más gasto interno para mantener una demanda vigorosa y un desempleo reducido. Al mismo tiempo, tendrían que reconocer el descenso del valor en moneda nacional de sus activos denominados en dólares, como reflejo tanto de la disminución de los precios de mercado como de la depreciación del propio dólar. Por el contrario, el reciente debilitamiento del dólar fortalece las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y reduce la probabilidad de que se produzca allí una deflación.

A comienzos del segundo semestre de 2000, se produjo una reducción extraordinariamente pronunciada de la inversión en Estados Unidos. Sin embargo, debido en cierta medida a la enérgica relajación de la política monetaria, el consumo estadounidense mantuvo su vigor. En la actualidad, lo principal es saber si la inversión acabará por recuperarse y si el consumo podría perder intensidad. La amplia varianza de las actuales previsiones económicas en Estados Unidos refleja un simple hecho, a saber, que ninguno de esos componentes fundamentales del gasto ha tenido últimamente una evolución similar a la prevista basándose en la experiencia de posguerra.

Las perspectivas de la inversión en Estados Unidos parecen ser más halagüeñas en algunos aspectos. A pesar de la atonía generalizada del crecimiento, los beneficios y los flujos de caja se han recuperado en cierta medida y el nivel de cobertura de los intereses de la deuda empresarial permanece elevado. Aun así, parecería precipitado dar por descontada una fuerte recuperación de la inversión empresarial en Estados Unidos, especialmente cuando los niveles de utilización de la capacidad productiva se sitúan en los mínimos de los últimos 20 años y los volúmenes de deuda continúan altos. Si las empresas decidieran mostrarse cautas con respecto a otros posibles recortes de sus beneficios futuros, incluso aquellos derivados de pasivos por pensiones no capitalizadas y de mayores gastos en seguros y asistencia sanitaria, podría producirse un saneamiento aún mayor de sus balances; de hecho, esta evolución puede ser precisamente la que los

mercados anticipan. Sin descartar otras interpretaciones, el brusco descenso observado recientemente en los diferenciales del crédito otorgado a las empresas resulta coherente con una opinión en el mercado que apunta a que los directivos de las empresas adoptarán las medidas necesarias para recortar gastos y reducir la probabilidad de incumplimientos en el futuro.

En Estados Unidos, un componente importante de la “nueva era” fue el aumento de la inversión empresarial en capital cada vez más productivo. Este gasto no sólo estimuló directamente la demanda, sino que también fomentó las expectativas de una mayor riqueza que, a su vez, impulsaron el gasto de manera indirecta. De hecho, en porcentaje del PIB nominal, el gasto de los hogares ha evolucionado al alza durante muchos años y su crecimiento se ha intensificado recientemente. A este respecto, y a pesar de la caída de las cotizaciones bursátiles, aún no puede afirmarse que el auge haya finalizado. Los tipos de interés hipotecarios más bajos, la continua subida de los precios de la vivienda y las innovaciones financieras que han facilitado a los hogares la utilización de su patrimonio neto como respaldo para obtener efectivo que gastar han contribuido en conjunto a fortalecer el gasto de los hogares.

La manifestación en la práctica de esta conducta ha sido que los hogares estadounidenses también han estado dispuestos a elevar su volumen de deuda hasta niveles históricos. Asimismo, las cargas del servicio de la deuda han crecido, a pesar de unos tipos de interés muy reducidos. Sin embargo, el riesgo procedente de la situación de los balances podría convertirse en un motivo de preocupación aún mayor si los niveles de empleo se deterioran más y los precios de las acciones y el valor de los fondos de pensiones experimentan nuevas caídas. En cualquier caso, los efectos de sostenimiento del gasto que ha venido generando la refinanciación de hipotecas deben empezar a amortiguarse en algún momento. Los precios de la vivienda están creciendo a un ritmo menos rápido y, a menos que los tipos hipotecarios vuelvan a caer de forma sustancial, parece probable que ya se haya efectuado gran parte de la refinanciación susceptible de ser acometida con visos de rentabilidad.

Dada la incertidumbre de las perspectivas económicas en Estados Unidos, sería alentadora la posibilidad de una rápida recuperación de la demanda en otras partes del mundo. Lamentablemente, la identificación de polos alternativos de crecimiento no resulta sencilla. Las previsiones iniciales apuntaban a que Europa continental se beneficiaría del hecho de que sus desequilibrios financieros fueran más reducidos que Estados Unidos. En la práctica, Europa es la región que, de forma más consistente, ha sido incapaz de cumplir las perspectivas de crecimiento, por lo que a la vista de los recientes anuncios negativos, las previsiones han sufrido una fuerte revisión a la baja. Estas perspectivas resultan especialmente problemáticas en el caso de Alemania, donde las tasas de ahorro personal, junto con los niveles de desempleo, están aumentando tras una serie de años de paulatino descenso. La confianza ha disminuido prácticamente en toda Europa continental. Este hecho refleja posiblemente las pérdidas sufridas por los inversionistas europeos, quienes financiaron una gran parte de la expansión estadounidense, así como el auge de la inversión en telecomunicaciones en la propia Europa.

Tampoco ha resultado beneficioso el encarecimiento del petróleo y las incertidumbres políticas, tanto internas como externas. Afortunadamente, y de cara al futuro, parece que algunos de estos problemas se están diluyendo, especialmente ante la reciente caída de los precios del petróleo.

Las perspectivas son también bastante variadas en otras partes del mundo. Después de tantos años de lento crecimiento de la economía japonesa, debido en gran medida a reducciones de la inversión, resulta complicado anticipar una mejora. Aun así, es preciso señalar que el grado de reducción de la deuda empresarial ha sido considerable y que los beneficios de explotación de un buen número de grandes empresas han aumentado de forma apreciable. El punto de inflexión podría acontecer en algún momento cercano, aunque nunca es fácil predecir exactamente cuándo. Por lo que se refiere a China y la India, el consenso actual es que se mantendrá la reciente pauta de crecimiento estable y ágil. Por otra parte, se espera que la demanda procedente de la propia región contribuya en mayor medida a que se produzca una expansión vigorosa en el resto de Asia. Sin embargo, la epidemia del SARS podría perjudicar la producción en China y minar la confianza de los consumidores de otros países de forma considerable. También parecen mejorar las perspectivas de las principales economías latinoamericanas, ya que la mayor estabilidad política y la confianza renovada en los mercados financieros han contribuido a una cierta recuperación desde la desaceleración anterior.

El modo en que las distintas regiones geográficas evolucionen a lo largo del próximo año dependerá hasta cierto punto de las fluctuaciones de los tipos de cambio, en especial frente al dólar. En principio, los países acreedores deberán estar dispuestos a aceptar la apreciación de sus divisas al objeto de permitir el ajuste de los países deudores, como Estados Unidos. En la práctica, dadas las inciertas perspectivas de crecimiento interno, algunos países asiáticos acreedores ya han comenzado a oponerse a la apreciación mediante la utilización de variados procedimientos, tanto convencionales como no convencionales. Por una parte, esta conducta podría ser positiva si produjera unos tipos de interés más bajos que estimularan la demanda interna. Por la otra, dicha resistencia a la apreciación en Asia significa que, probablemente, la carga del ajuste del tipo de cambio recaerá de manera desproporcionada sobre las monedas en régimen de verdadera flotación libre, como el euro. Otro factor que potencialmente podría influir sobre el valor relativo de las principales monedas sería una erosión de la tendencia de los países acreedores a mantener sus reservas básicamente en dólares, como hacen en la actualidad.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio no sólo afectan a la producción, sino también a los niveles de precios. Los efectos directos del mecanismo de transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios parecen haberse debilitado en los últimos años, tanto en los países industrializados como en las economías de mercado emergentes. Probablemente, esta situación es el resultado de unas políticas más adecuadas de contención de la inflación, que se ven fortalecidas mediante una consolidación más firme de las expectativas de inflación en niveles reducidos. Sin embargo, todavía parecen

sustanciales los efectos indirectos sobre los precios internos, los cuales reflejan cambios en la producción debido a los efectos de la sustitución del comercio y de la valoración de activos. Por ello, la apreciación podría ser particularmente desfavorable en economías como las de Japón y China, donde la deflación es ya una realidad. Pero también podría complicar la situación en un número creciente de países en los que la inflación se sitúa en un nivel tan reducido que no puede descartarse una deflación. Asimismo, los conocidos sesgos muestrales, que en muchos países afectan a la medición del IPC, unidos a la tendencia generalizada a sobrestimar la inflación futura, indican que debe considerarse seriamente esa posibilidad de deflación.

Es preciso reconocer que la deflación no es necesariamente una circunstancia desfavorable si lo que refleja son perturbaciones positivas de la oferta combinadas con una deseable tasa de inflación inicialmente baja. Sin embargo, los problemas pueden aparecer si las condiciones son otras. Uno de ellos sería la fuerte resistencia a las reducciones de los salarios nominales. De este modo, si los descensos de los precios fuesen mayores que los incrementos de la productividad, los costes laborales unitarios aumentarían y el empleo se resentiría. Un segundo problema lo crea el límite cero de los tipos de interés nominales, que genera una peligrosa dinámica, puesto que los tipos de interés reales esperados podrían aumentar al incrementarse la deflación. Por último, un descenso de la inflación por debajo del nivel previsto cuando se cerraron los contratos de tipo de interés tiende a elevar el coste de su servicio en términos reales; además, cuanto mayor sea el volumen de endeudamiento, mayor será la carga sobre el prestatario. La dificultad que entraña la situación actual es que parecen coincidir muchas de las condiciones necesarias para que la deflación se convierta en un problema. En muchos países, los tipos de interés oficiales ya se sitúan en niveles muy reducidos, los volúmenes de deuda nunca han sido tan elevados y no parece probable que se recorten los salarios nominales.

Un aspecto positivo de la evolución económica reciente ha sido la relativa capacidad de reacción del sistema financiero internacional y especialmente de los bancos. Aun así, ya han comenzado a aparecer algunas tensiones que probablemente se agudizarán si la expansión prevista no logra consolidarse. Parece presumible que el precio de las acciones se vea afectado en cierta medida, puesto que los precios actuales, especialmente en Estados Unidos, sólo pueden justificarse mediante expectativas de una recuperación económica y de un fuerte incremento de los beneficios. Estos efectos negativos podrían acentuarse aún más si, en este entorno de alteraciones, las primas de riesgo exigidas a los valores de renta variable comenzasen a aumentar. Los diferenciales crediticios también podrían verse afectados, ya que normalmente crecen cuando los precios de las acciones caen, y han descendido recientemente de forma considerable. Por último, los precios de los bienes raíces también podrían reducirse o, al menos en el caso de la vivienda, dejar de subir. Los precios actuales de la vivienda permanecen en máximos históricos en una serie de países, mientras que la experiencia pasada indica que deberían haber seguido, con cierto retraso, el descenso de las cotizaciones bursátiles. Todos estos efectos sobre los precios podrían

perjudicar posteriormente a los balances de las empresas y al patrimonio neto de los hogares, lo que tendería a frenar el gasto.

Incluso si esta combinación de acontecimientos se considerase improbable, sin duda sería prudente que las autoridades económicas reflexionasen acerca de su posible impacto en la solidez del sistema financiero. La proporción que representan los préstamos bancarios para bienes raíces sobre el total de préstamos ha ido creciendo paulatinamente en un conjunto de países, lo que señala una exposición creciente a las caídas de precios. Si los precios de los activos financieros descendieran más, resultaría especialmente incómodo para los bancos alemanes y japoneses, ya que ambos conjuntos de entidades están tratando de incrementar sus beneficios de explotación. Un nuevo episodio de debilidad económica también sería inquietante para los bancos de las economías de mercado emergentes, muchos de los cuales nunca han tenido que hacer frente a tales eventos en un entorno de mercados liberalizados. Los bancos de Asia son predominantemente de propiedad nacional y, en muchos países de la región, continúan sin resolverse los problemas de los créditos fallidos procedentes de la última crisis. En América Latina y Europa oriental, aunque la propiedad de los bancos es mayoritariamente extranjera, ello también implica que la contención de la actividad en los países industrializados podría amenazar la disponibilidad de crédito en otras zonas.

Caídas adicionales de los precios de los activos financieros también podrían poner en dificultades a las compañías de seguros y a los fondos de pensiones que ya han sufrido duros reveses. La inquietud acerca de la capacidad de estas instituciones para cumplir sus compromisos a largo plazo podría minar la confianza de los consumidores y la propensión a ahorrar. Además, las compañías de seguros y las reaseguradoras han asumido riesgos de crédito, cuyo volumen todavía no se ha determinado, mediante instrumentos de transferencia del riesgo de crédito. Si estas empresas, por motivos de prudencia, adoptasen medidas para reducir su participación en el mercado de transferencia del riesgo de crédito, tales medidas podrían afectar negativamente a la operativa de este mercado y quizás, también a la propia disposición de los prestamistas de origen a proporcionar financiación.

Las repercusiones de nuevas pérdidas en los fondos de pensiones serían bastante distintas. En el caso de sistemas de prestaciones definidas, las pérdidas constituyen, en primer lugar, un derecho sobre los beneficios de la empresa matriz. En casos extremos, la calificación de las empresas matrices se reduciría o incluso podrían verse obligadas a quebrar si el volumen de pérdidas fuera suficientemente elevado. Dado que unos beneficios más escasos implican unos precios de las acciones más reducidos, una situación de este tipo repercute en otros fondos de pensiones de una forma similar a como lo hacen las participaciones cruzadas directas. Si bien estos problemas sólo parecen afectar a un número limitado de compañías consolidadas, entre éstas se encuentran algunas de las más conocidas internacionalmente.

Otras posibles vulnerabilidades financieras en el futuro parecen menos preocupantes cuando se las compara con las inquietudes que suscita la posibilidad de que se acentúe la debilidad económica. Un conjunto de

preocupaciones, al que se ha prestado atención a raíz del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, tiene que ver con el riesgo operativo del sistema financiero. Dado que los sistemas son cada vez más complejos (especialmente los diseñados para la cobertura del riesgo), son más intrincados desde el punto de vista jurídico y dependen en mayor medida de la tecnología, es evidente que la posibilidad de que algo vaya mal aumenta. Además, al término de un periodo de auge, es habitual que surjan todo tipo de conductas fraudulentas o, en el mejor de los casos, dudosas, lo que conduce a litigios y acuerdos potencialmente costosos. Un segundo conjunto de inquietudes tiene que ver con el aumento de la volatilidad en los mercados financieros y con la posibilidad de que algunas instituciones financieras no dispongan de los medios suficientes para protegerse de dicha volatilidad. Un ejemplo concreto sería la posibilidad de una subida drástica y repentina de los tipos de interés a largo plazo y sus efectos sobre las instituciones que básicamente se endeudan a corto plazo y conceden crédito a largo plazo. Por último, un tercer grupo de inquietudes está relacionado con las recientes tendencias hacia la consolidación en determinados mercados financieros. Dado el volumen creciente de negociación entre las grandes firmas, si se percibe que una contraparte atraviesa dificultades, éstas podrían extenderse a otras empresas con gran rapidez. Asimismo, los principales agentes son capaces de impulsar los mercados de una forma que podría afectar el precio y la disponibilidad de las coberturas necesarias. De este modo, cabe la posibilidad de que las perturbaciones idiosincrásicas se conviertan en sistémicas.

La estabilidad del sistema financiero observada hasta ahora se ha atribuido normalmente al fortalecimiento de su orientación hacia el mercado. En particular, la proporción que representan los préstamos concedidos por los bancos en Estados Unidos sobre el total de créditos ha disminuido de manera drástica. Los mercados son ahora más completos, en el sentido de que ofrecen a los prestatarios una creciente diversidad de canales para la obtención de financiación. De igual manera, los mercados parecen contar con una mayor capacidad de adaptación. En la actualidad, las pérdidas tienden a dispersarse en mayor medida por los mercados financieros, una tendencia más acusada recientemente gracias a la progresiva utilización de instrumentos de transferencia del riesgo de crédito. Al estar los mercados interrelacionados, se facilita la absorción de potenciales perturbaciones. Obtener y evaluar información acerca del valor de los activos resulta ahora más sencillo y asequible para los usuarios, lo que reduce presumiblemente el riesgo de contraparte y contribuye al funcionamiento de los mercados incluso en situaciones de tensión.

Aun así, sería ingenuo suponer que este sistema carece de deficiencias. El hecho de que los prestatarios puedan utilizar una amplia gama de canales de obtención de crédito podría fácilmente tentarles a endeudarse excesivamente. Esto sería especialmente probable si los prestatarios de origen prescinden de la diligencia debida al conceder créditos, al suponer que incluso los préstamos fallidos pueden transferirse a otros agentes mediante los mecanismos de mercado. La capacidad de reacción que supuestamente confiere la transferencia de riesgos, especialmente fuera del sistema bancario,

depende de una mayor dispersión de los riesgos y de que éstos acaben en manos de los agentes con mayor capacidad para asumirlos. Sin embargo, apenas existen pruebas concluyentes que avalen cualquiera de estas dos hipótesis. Los mercados relacionados entre sí pueden, por una parte, amortiguar las perturbaciones, pero de otro lado, también podrían acarrear nuevas dificultades a sectores que ya estuvieran en peligro, cuya magnitud podría ser suficiente como para colocarlos al borde de la insolvencia. Por último, la provisión de información fidedigna sobre el valor resulta costosa para los productores. Si la eficiencia de los mercados impidiera que los proveedores de información obtuviesen beneficios, la calidad de la información recogida podría deteriorarse, lo que conduciría a su vez a un establecimiento erróneo de precios en el mercado y a una asignación ineficiente de los recursos. Cabe argumentar que así ocurrió exactamente en los últimos años de la década de los 90. En resumen, los resultados razonablemente satisfactorios cosechados hasta ahora no debieran instalarnos en la complacencia con respecto a la estabilidad financiera, ni siquiera con respecto a la estabilidad monetaria.

### Políticas para lograr la estabilidad monetaria y financiera

Observada en retrospectiva, la pasada década nos revela una cierta paradoja. Las políticas encaminadas a lograr la estabilidad monetaria, definida como un bajo nivel de inflación, parecen haber tenido mucho éxito en la mayoría de los países industrializados y en gran parte de Asia. Incluso en América Latina, África y Europa central y oriental, las tasas de inflación han experimentado importantes reducciones. Además, la volatilidad del crecimiento del producto parece haber disminuido en muchas regiones, coincidiendo con las expectativas de los que abogaban por una inflación reducida. Al mismo tiempo, parece haber aumentado la incidencia de las tensiones financieras y de las crisis propiamente dichas. Diversos países parecen haber sufrido por excesos de optimismo y de expansión del crédito, por burbujas de gasto y de precios de los activos, así como por problemas en los balances empresariales que posteriormente se trasladaron al sistema financiero. Es evidente que el logro de la estabilidad de precios, con sus incuestionables méritos, no ha sido suficiente para impedir que se produjeran inestabilidades financieras. La posible aparición de deflación, con todos los riesgos contractivos que conlleva, avala asimismo esta conclusión.

Es importante dilucidar las causas del aumento de la inestabilidad financiera observado en los últimos años. Una posible explicación sería que dicho aumento no es más que un mero subproducto de los procesos de desregulación y liberalización de los sistemas financieros emprendidos en muchos países. Desde una perspectiva pesimista, cabría argumentar que estos sistemas reformados siempre asignan los recursos de forma más eficiente, pero que su naturaleza es más procíclica a lo largo del tiempo y más propensa a las crisis. Un enfoque más optimista llevaría a afirmar que es posible que la elevada incidencia de la crisis financiera recientemente acontecida no sea inherente a un sistema financiero liberalizado, sino que sea una consecuencia

transitoria del propio proceso de desregulación. La transición de la economía mundial desde un entorno de elevada inflación a otro de baja inflación también podría haber contribuido a aumentar la probabilidad de que se produzcan crisis. A medida que la inflación disminuía, podrían haberse generado expectativas de un crecimiento más estable y de una menor varianza de los flujos de ingresos previstos. Esta circunstancia habría reducido la prima de riesgo aplicada a las inversiones. Al mismo tiempo, puesto que tanto los tipos de interés nominales como los reales se han reducido desde unos niveles elevados, los inversionistas podrían haberlos considerado inadecuados y haber adoptado unas estrategias de inversión más agresivas. Con el paso del tiempo, la acumulación de experiencia y una baja inflación continuada, debieran reducirse estas tendencias al exceso en el sector privado, al tiempo que habría de aumentar la capacidad del sector público para moderarlas.

Con independencia de que los problemas de inestabilidad financiera se consideren elementos de carácter permanente o meramente transitorio, el procedimiento para disminuir la probabilidad y los costes de estas tensiones continúa siendo una importante cuestión para la política económica. Una posibilidad ampliamente debatida consiste en utilizar la política monetaria de manera preventiva al objeto de moderar los ciclos crediticios. La adopción de medidas monetarias más restrictivas, cuando la inflación del IPC está inicialmente bajo control, probablemente supondría quedarse por debajo del objetivo de IPC a corto plazo. Sin embargo, esta política tendría sentido si lo que se pretende es reducir el riesgo de quedarse todavía más lejos de dicho objetivo después, una vez que los desequilibrios financieros fueran desplegando todos sus efectos. Interpretada de ese modo, esta estrategia preventiva de las autoridades monetarias podría justificarse como el menor de los males en un marco de objetivos de inflación. Lamentablemente, persisten otros problemas. Un aumento de los tipos de interés que logre contrarrestar las expectativas extraordinariamente exuberantes en algunos sectores de la economía causaría estragos en otros sectores. Además, también sería difícil convencer al público de la necesidad de aplicar dicha política. En este contexto, sería muy útil contar con unos indicadores más fiables sobre posibles crisis futuras, tanto para formular decisiones de política monetaria como para justificar actuaciones preventivas ante el público.

Otra opción consistiría en ceder protagonismo al marco prudencial. Aunque fuera posible minimizar los excesos del sector privado, más importante sería mantener un correcto funcionamiento del sistema financiero incluso tras el estallido de una burbuja crediticia o del precio de los activos. Si buena parte de las dificultades económicas procediese de la dispersión de los efectos de los créditos fallidos por el sistema financiero, este enfoque prudencial gozaría de un atractivo indiscutible. La aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, con la cultura de mejora de la gestión del riesgo que lleva aparejada, sería un paso importante en la dirección correcta. A más largo plazo, también sería positivo introducir cambios en la dotación de provisiones o en otros procedimientos encaminados a promover la acumulación de capital durante las fases de bonanza económica. Sin embargo, una vez más existen limitaciones inherentes a esta táctica. Resulta más

sencillo moderar los excesos cometidos por las instituciones financieras bajo supervisión que los resultantes de la concesión de crédito a través de los mercados financieros, a lo que se une la creciente importancia relativa de esta última fuente de crédito. Además, sigue escaseando la información sobre el mecanismo de transferencia del riesgo crediticio dentro del sistema financiero. En cualquier caso, los reguladores financieros necesitarán estímulos para no centrarse tanto en la protección del consumidor y preocuparse más por los riesgos del conjunto del sistema y por las medidas que podrían tomar para mitigarlos. También tendría que reconocerse de un modo más explícito la necesidad de una interacción más formal entre los bancos centrales y los reguladores en este ámbito de interés mutuo.

Lo que no se puede poner en tela de juicio es la necesidad de reforzar todavía más los fundamentos institucionales del sistema financiero. Diversos informes recientes han facilitado un conjunto de sugerencias que merecen una seria consideración. Un esclarecedor informe del G-30 ha abordado los riesgos que todavía existen en la liquidación de las operaciones transfronterizas con valores. Asimismo, el reciente acuerdo para trabajar en pos de un sistema compatible de normas contables internacionales está en espera de ser puesto en práctica. Es preciso establecer unos órganos nacionales de vigilancia de las firmas auditoras, que operen con arreglo a unos principios consensuados de ámbito internacional. Asimismo, deben identificarse y abordarse los conflictos de interés existentes en las estructuras de gobierno de las empresas en general, y de las entidades financieras en particular. Si la confianza en la integridad del sistema capitalista resulta crucial para su correcto funcionamiento, es importante entonces que los que cometan actos ilícitos sean sancionados de forma ejemplar. A la vista de los flagrantes excesos de los últimos años, no queda del todo claro que se haya realizado un esfuerzo suficiente para restaurar la confianza en el sistema.

Lo anterior está relacionado sobre todo con medidas preventivas encaminadas a moderar la aparición de desequilibrios económicos y financieros y, por ende, a preservar la estabilidad monetaria y financiera. No obstante, en las actuales circunstancias, parece apropiado preguntarse cuál sería el método óptimo de articulación de las políticas públicas una vez que se han producido tales excesos, desplazando así el foco de atención desde la prevención hacia el remedio. En esta línea, y a la luz de la experiencia japonesa en particular, también sería útil discutir las opciones de las que dispone la política monetaria en casos de auténtica deflación. En tales circunstancias, ciertos instrumentos podrían perder su eficacia, mientras que otros podrían adquirirla. También se sitúa en un primer plano la cuestión de la complementariedad y de los paquetes de medidas de política monetaria.

Las autoridades monetarias cuyos esfuerzos se centran primordialmente en la consecución de un objetivo de inflación, podrían enfrentarse a un dilema tras la finalización de un periodo de auge. A medida que las autoridades vean expandirse los efectos de los desequilibrios previos o conforme aumente su preocupación al respecto, se irán percatando de la necesidad de aplicar una drástica relajación de la política monetaria para intentar evitar que el nivel

efectivo de los precios se sitúe por debajo del objetivo. El comportamiento de la Reserva Federal durante los dos últimos años parece responder a este tipo de preocupaciones. Si la inestabilidad financiera también preocupa de forma inmediata, la tendencia a relajar la política monetaria se verá acentuada, como parece que ha sucedido en Japón. Las mismas conclusiones se derivan cuando se considera que los canales de transmisión de una política más expansiva se han visto coartados de alguna manera. Por ejemplo, en Estados Unidos, durante 2001 y buena parte de 2002, unos tipos de interés oficiales sustancialmente más reducidos coincidieron con unos tipos de interés más elevados de los bonos corporativos, con unos precios más bajos de las acciones y con aumentos del valor del dólar. Todo ello constituyó una justificación más de la pronunciada relajación de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal.

Este dilema sólo se plantea si dicha relajación amenaza con exacerbar los desequilibrios, ya sea en mercados donde se originaron o en otros mercados. Durante el periodo analizado, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales se enfrentaron a los problemas derivados de antiguos desequilibrios. Aunque muchos indicadores parecían señalar la conveniencia de una expansión monetaria, la inquietud acerca de unas subidas aún más pronunciadas de los precios en el mercado de la vivienda sugería avanzar en la dirección contraria. Es muy posible que el problema de los nuevos desequilibrios haya aparecido en Estados Unidos, donde la relajación monetaria, primero tras la crisis del LTCM y después tras el desplome de las cotizaciones bursátiles, pudiera haber contribuido a estimular nuevas subidas de precios en el mercado de la vivienda. Si bien el consiguiente incremento en el gasto ha sido a todas luces deseable, dada la situación cíclica de la economía estadounidense, también pudiera ocurrir que cualquier desaceleración posterior fuera más intensa debido a la acumulación de deuda fomentada entre tanto.

Teniendo en cuenta la experiencia japonesa reciente, también merece la pena preguntarse de qué modo la política monetaria podría estimular la demanda en una coyuntura en la que los tipos de interés oficiales han llegado a su límite inferior cero. En este entorno, podrían ser necesarios métodos no convencionales de expansión de la liquidez. El banco central podría decidir ampliar la gama de activos que está dispuesto a adquirir, es decir, activos financieros ante todo, pero también activos reales si fuese preciso. Sin embargo, estas compras podrían suscitar cuestiones delicadas, incluso con respecto a la cooperación entre agencias públicas y la independencia del banco central.

Lo normal sería que el banco central contemplase, en primer lugar, compras a gran escala de deuda pública a largo plazo. En la medida en que cayesen los tipos de interés a largo plazo, esta medida estimularía positivamente la economía. Sin embargo, si los tipos de interés a largo plazo invirtiesen en última instancia su tendencia inicial, el propio banco central podría incurrir en fuertes pérdidas y verse obligado a solicitar una recapitalización al Gobierno. Las adquisiciones de activos nacionales no convencionales plantearían problemas similares, puesto que implicarían una absorción de riesgos del sector privado por parte del banco central y de nuevo

la posibilidad de pérdidas. De hecho, dado que la magnitud de las compras necesarias para revertir las expectativas de futuros movimientos de precios podría ser muy elevada, las pérdidas potenciales también podrían ser muy importantes.

La percepción de estos problemas entre distintas autoridades no debiera constreñir las políticas públicas. Lo ideal sería que el Gobierno fijara el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir, para luego decidir cómo debería repartirse entre el Gobierno y el banco central. Podría introducirse explícitamente algún sistema de objetivos de inflación para atemperar las inquietudes acerca de la imposición de corsés políticos a la independencia del banco central y del mantenimiento de éstos incluso tras el retorno a épocas de bonanza. Sin embargo, el fin último de ese método no sería tanto luchar contra la deflación como garantizar que la inflación se mantenga bajo control, toda vez que los métodos no convencionales de inyección de reservas monetarias comiencen a surtir efecto.

La decisión del banco central o del Gobierno de ampliar la liquidez interna mediante compra de divisas en los mercados de cambio plantearía otro problema entre autoridades públicas. Esa política podría interpretarse como una depreciación controlada, como a veces se sugiere para el yen, o podría ser una medida encaminada a frenar una apreciación de la moneda nacional, como algunos señalan actualmente en el caso del euro. En cualquiera de los dos casos, los efectos sobre el resto de divisas podrían no satisfacer a los Gobiernos de los demás países. Así pues, parece clara la necesidad de entablar algún tipo de diálogo a fin de evitar intentos de devaluación competitiva que podrían incluso conducir al proteccionismo. En el caso de la zona del euro, donde los tipos de interés oficiales aún se sitúan bastante por encima de cero, la respuesta a una apreciación del euro excesivamente desinflacionaria bien podría ser una reducción de los tipos de interés, en lugar de una intervención.

La referencia a la creciente necesidad de cooperación entre las autoridades monetarias y fiscales, en momentos en los que la eficacia de la política monetaria se ve limitada, suscita directamente la cuestión de la política fiscal. Una expansión fiscal sería útil siempre que la economía no fuese demasiado abierta, pero su conveniencia debe depender de los niveles iniciales de deuda y de presión fiscal, más que del tamaño del déficit público. Considerado de este modo, el margen de maniobra en materia fiscal varía entre los países europeos. En concreto, algunos de los mayores países de Europa están haciendo frente a las dolorosas consecuencias de no haber adoptado una política más restrictiva en los momentos de coyuntura favorable. En Japón, los problemas relativos al aumento de la deuda pública son incluso más acuciantes. El potencial para la aplicación de medidas expansivas parece ser mayor en Estados Unidos y en una serie de países asiáticos, aunque los efectos estimuladores podrían verse reforzados si tales medidas se enmarcasen dentro de una estrategia creíble a medio plazo que garantizase la sostenibilidad fiscal a lo largo del tiempo. A este último respecto, las modificaciones recientemente realizadas en la legislación tributaria de EEUU no han surtido efecto.

El modo en que el Gobierno estimula la economía también marca diferencias. Por ejemplo, los despilfarros (puentes a ninguna parte) posiblemente inspiren menos confianza y fomenten en menor medida el gasto que los egresos realizados con una tasa de rendimiento social positiva. Por último, también puede ser crucial el método de financiación del déficit. El "lanzamiento de dinero desde un helicóptero", recomendado a veces por los académicos, se reduce en esencia a algún tipo de estímulo fiscal financiado mediante la compra de deuda pública por parte del banco central. Una vez más, la cooperación entre los poderes públicos parece ser la clave de un resultado positivo.

Si bien el grado de cooperación en Japón ha sido hasta ahora inferior al óptimo, no puede negarse que se ha producido un gran estímulo monetario y fiscal. Su falta de éxito a la hora de generar un crecimiento autosostenido señala una complicación adicional que influye en el desarrollo de los periodos posteriores a las burbujas. Esta complicación podría caracterizarse mejor como un problema del lado de la oferta, aunque se manifiesta en forma de una demanda débil. En concreto, dados los altos niveles de exceso de capacidad y de deuda asociada, las perspectivas de rentabilidad pueden mantenerse poco halagüeñas durante muchos años. En un entorno así, la inversión no se puede recuperar, por lo que se hace necesario determinar con rapidez qué empresas mantienen deudas que no serían viables en circunstancias normales. En algunos casos, esto podría generar insolvencias y una reducción de la capacidad productiva, mientras que en otros casos, simplemente haría que los acreedores aceptasen minorar sus niveles de deuda. Dado que la recuperación económica también requiere que el sistema financiero esté dispuesto a conceder nuevos créditos, esta eliminación contable de pérdidas de empresas hubiera necesitado, en el caso japonés, una recapitalización del sistema financiero, combinada con medidas que garantizaran su rentabilidad futura. Tras observar la capacidad de adaptación del sector empresarial estadounidense y la capacidad de reacción de su sistema financiero, resulta alentador que los problemas de Japón no hayan encontrado réplica en Estados Unidos.

Los cambios estructurales, ya sean de índole económica o financiera, siempre tropiezan con dificultades políticas. Esta situación resulta desafortunada, puesto que las economías que son más flexibles crecen a un ritmo mayor, tienen tasas de desempleo más reducidas y se adaptan mejor a las perturbaciones. Si estos beneficios ya se percibieran en Europa continental, los países de esta región gozarían de la ventaja añadida de un aumento de su capacidad de absorción de la demanda. Esta tendencia contrarrestaría las probables necesidades futuras de Estados Unidos, que van en la dirección contraria, con el fin de solventar sus acuciantes problemas de déficit exterior y de ahorro insuficiente por parte de los hogares. Los países asiáticos también contribuirían si adoptaran medidas adicionales encaminadas a estimular una demanda interna más vigorosa. De hecho, la carga del ajuste de los desequilibrios internacionales lógicamente debe recaer en mayor medida en los países acreedores considerados en su conjunto, toda vez que se tema más una deflación que la reaparición de la inflación. Las recientes declaraciones

realizadas por Gobiernos de países asiáticos y europeos demuestran que son muy conscientes de los beneficios que reporta el proceso de reformas estructurales. Sin embargo, se enfrentan a la oposición enérgica de aquellos que carecen de la visión necesaria para discernir los beneficios que proporciona a la comunidad en su conjunto, así como la de los que anteponen la posibilidad de incurrir en pérdidas personales a raíz de dicho proceso. Lo que se requiere ahora principalmente es el coraje político de llevar a buen puerto las reformas necesarias.

