

I. Introducción: ¿ha llegado el momento para el reequilibrio?

La etapa de desaceleración económica iniciada a comienzos de 2001 dio paso a un prolongado periodo de decepción y desconcierto ante el escaso éxito que los estímulos monetarios y fiscales sin precedentes aplicados estaban teniendo para la reactivación del crecimiento mundial. Singular preocupación causó entre los bancos centrales el aparente bloqueo de algunos de los principales canales de transmisión de la política monetaria expansiva por la intensa aversión al riesgo tanto en los mercados como en las instituciones financieras. Posteriormente, estos nubarrones se disiparon ante el nuevo aire de optimismo reinante en los mercados financieros, que continúan estimulados por políticas macroeconómicas extremadamente acomodaticias. De hecho, los tipos de interés oficiales en las principales economías industrializadas se situaron en el 0% en Japón, 1% en Estados Unidos y 2% en la zona del euro, es decir, alcanzaron o rozaron sus mínimos desde la II Guerra Mundial. Además, estos factores impulsores del crecimiento mundial se intensificaron en virtud de otra circunstancia nada común. Durante el periodo analizado, varios fueron los Gobiernos que, en gran medida para impedir la apreciación de sus monedas frente al dólar de Estados Unidos, emprendieron intervenciones masivas en los mercados de divisas. Asimismo, se impuso una relajación generalizada de las condiciones financieras en numerosas economías de mercado emergentes.

Un examen retrospectivo del último año, como el que aborda principalmente esta Introducción, confirma que dichas políticas fueron decisivas para alentar una vigorosa recuperación de la economía en todo el mundo. Salvo en la zona del euro, prácticamente en todas las regiones el crecimiento ha superado con creces las previsiones de consenso elaboradas hace un año. Más aún, este mayor crecimiento no ha conducido por ahora a un repunte significativo de la inflación subyacente de los precios de consumo. En el ejercicio de prospectiva que acomete la Conclusión del presente Informe Anual, las previsiones de consenso apuntan a la continuidad de tan afortunada conjunción de circunstancias, afianzada en especial por un crecimiento relativamente firme de la productividad en algunos países industrializados. Así pues, cabe preguntarse qué motivos de preocupación subsisten, aparte de los habituales problemas derivados de errores de medición y del hecho de que las previsiones suelen errar no menos de lo que aciertan.

Una posible inquietud podría derivarse de una aceleración inesperada de la inflación, posibilidad que quizás ya venga presagiando el fuerte encarecimiento de los productos básicos recientemente y la inflación que lleva asociada en China. Otra preocupación podría ser la reaparición de burbujas en los precios de los activos y de inversiones no rentables,

conforme a lo observado en anteriores periodos de expansión excesiva del crédito. De hecho, la ampliación de los diferenciales de crédito en las emisiones de deuda soberana y de deuda empresarial de alta rentabilidad que comenzó en abril de 2004 bien podría ser incluso una señal temprana de la corrección de excesos latentes. No cabe duda de que, se valore como se valore la probabilidad de que se produzcan tensiones financieras en el corto plazo, el actual grado expansivo de la política económica resulta insostenible. A medida que el ciclo entre en fase de aceleración, el auténtico desafío para los responsables de estas políticas residirá en instrumentar medidas óptimas de contención que no desestabilicen una economía mundial que afronta ya diversos desequilibrios económicos y financieros.

En un horizonte temporal más dilatado, se impone inquirir también sobre las profundas repercusiones derivadas de la interacción de tres cambios estructurales que vienen produciéndose en las políticas económicas a escala mundial. En primer lugar, la desregulación y la globalización de los mercados de bienes y servicios han dado paso a un mundo más productivo y, posiblemente, menos inflacionario. En segundo lugar, la liberalización del sector financiero podría haber aumentado el potencial para que se produzcan expansiones y contracciones excesivas del crédito y de los precios de los activos. El tercer cambio estructural estriba en la creciente atención que recibe el control de la inflación por parte de las autoridades económicas y en la mayor credibilidad de éstas. Frente a los dos primeros cambios estructurales, este tercero podría implicar un grado de contracción significativamente menor en respuesta a un crecimiento económico anómalamente intenso o ante la sospecha de excesos en el sistema financiero. O bien al contrario, suponiendo de nuevo que la inflación está bajo control, las autoridades económicas podrían considerar que pueden permitirse respuestas mucho más agresivas que en el pasado ante desaceleraciones económicas o ante dificultades financieras relacionadas con excesos anteriores.

Esta aplicación asimétrica de las políticas monetarias, y no menos de las fiscales, ha contribuido a la satisfactoria reducción de la volatilidad cíclica observada en los últimos años. Sin embargo, esta forma de actuar también podría entrañar riesgos para la economía si se utilizara en forma de juego repetido. De hecho, con niveles de deuda pública aún muy elevados conforme a patrones recientes y con tipos de interés nominales próximos a cero, el margen de maniobra del que disponen las autoridades económicas para hacer frente a nuevas e indeseables perturbaciones ha quedado ya bastante reducido.

Por el momento nos sonríe la fortuna, pues la recuperación económica mundial ya está en marcha y las perturbaciones continúan siendo posibilidades más que realidades. Con todo, una vez se haya confirmado la fortaleza de la recuperación, la necesidad de restaurar la flexibilidad de la política económica exigirá un ejercicio desacostumbrado de reequilibrio de las políticas fiscales y monetarias. Además, los supuestos analíticos en los que se ha apoyado hasta la fecha la formulación de la política económica requerirían una rigurosa reevaluación. Tras los drásticos cambios experimentados en tan poco tiempo por las estructuras económicas y

financieras mundiales, y ante la perspectiva de eventuales cambios de cara al futuro, sería incluso peligroso para las autoridades económicas dar por sentado que sus soluciones de siempre continuarán siendo las correctas.

Al fin, un crecimiento más rápido

Los principales países industrializados, en especial Estados Unidos, aplicaron un estímulo fiscal y monetario de intensidad inusitada para contrarrestar la desaceleración mundial registrada a comienzos de este decenio. La magnitud de este estímulo fue posible gracias al reducido nivel de inflación existente, que se mantuvo en líneas generales durante el periodo analizado.

En Estados Unidos, la política fiscal fue marcadamente expansiva, como resultado de los recortes impositivos y del aumento del gasto público. La política monetaria se tornó notablemente acomodaticia y así continúa. No sólo se mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el 1%, sino que también se realizaron probados esfuerzos encaminados a convencer a los mercados de deuda en particular de la probable continuidad de esta orientación durante un periodo de tiempo considerable. Un paquete de políticas algo diferente, aunque también de corte netamente expansivo, fue el que se aplicó en Japón, donde el enorme déficit presupuestario y los elevados niveles de endeudamiento impidieron cualquier recurso adicional al estímulo fiscal. En este contexto, se intensificó la política monetaria de "relajación cuantitativa", al igual que los intentos por convencer al público de que todos los instrumentos gubernamentales estaban actuando conjuntamente para acabar con la deflación en el país. En la zona del euro, los déficit fiscales en tres países (incluidas las dos mayores economías) sobrepasaron el tope establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Aun cuando este hecho recibió severas críticas de los países que respetaron las normas, sus efectos sobre el gasto fueron estimulantes, al igual que lo fue el mantenimiento del tono acomodaticio de la política por parte del Banco Central Europeo (BCE).

Durante el pasado año, el dólar estadounidense tendió a debilitarse, en consonancia con la relajación relativa de su política monetaria, así como con la ampliación de sus déficit exteriores y el aumento de su deuda externa. Algunos países, en especial aquéllos que habían adoptado un régimen de tipo de cambio prefijado con el dólar, se opusieron con resolución a esta exportación *de facto* de las presiones desinflacionarias estadounidenses. Las autoridades japonesas también acometieron intervenciones en el mercado de divisas de una magnitud sin precedentes, con el fin de evitar una apreciación demasiado rápida del yen con respecto al dólar y al renminbi de China, al igual que hicieron de forma enérgica otros Gobiernos, en especial los del resto de Asia. En respuesta a la presión al alza de sus monedas frente al dólar, muchas economías de mercado emergentes también decidieron impartir una orientación más expansiva a sus políticas monetarias. Por último, algunos países de América Latina y de Europa central y oriental paralizaron sus planes de austeridad fiscal y reformas estructurales, que se habían considerado hasta entonces esenciales a la luz de las presiones bajistas sobre sus monedas. Con

independencia de cuáles sean sus repercusiones a más largo plazo, estas medidas favorecieron también el crecimiento.

Prácticamente todos los mercados financieros respondieron con vigor a esta relajación generalizada de la política monetaria, aunque el tiempo que les llevó a cada uno en reaccionar varió significativamente. En Estados Unidos, los rendimientos de los bonos a largo plazo, que durante varios años habían tendido a disminuir, básicamente se estabilizaron en el periodo analizado en niveles extraordinariamente bajos. No obstante, dicha estabilidad general encubrió la alternancia de periodos en los que los mercados reaccionaron ante factores que demandaban tipos de interés más altos y luego más bajos. Entre los primeros se encontraban las expectativas de crecimiento y las revisiones al alza de los déficit públicos previstos. En cambio, las compras masivas de valores del Tesoro estadounidense por parte de los bancos centrales asiáticos y las indicaciones de la Reserva Federal sobre sus previsibles actuaciones futuras se contarían entre los factores tendentes a reducirlos. Los rendimientos en la zona del euro evolucionaron en línea con los tipos de interés estadounidenses durante buena parte del período analizado, si bien acabaron desacoplándose en cierto modo al final, cuando los segundos aumentaron drásticamente. Esta evolución no contradice las perspectivas de crecimiento más contenido para la región.

En la mayoría del resto de mercados financieros hubo mucha menos ambigüedad. Los precios de los activos subieron con fuerza durante la mayor parte del periodo analizado, contribuyendo a reforzar la confianza y a estimular la expansión económica. La evolución de los mercados de renta variable fue especialmente firme en todo el mundo, encabezada por las acciones del sector tecnológico y las de economías de mercado emergentes. Los diferenciales de rendimiento de la deuda empresarial de alto riesgo se redujeron notablemente, al igual que los de los *swaps* de incumplimiento crediticio. Los diferenciales de la deuda soberana también se redujeron y las economías de mercado emergentes atrajeron nuevos flujos de capital con mayor facilidad, incluido un número significativo de ellas con historiales crediticios cuestionables. Quizás lo más importante fue el continuo incremento de los precios de la vivienda en muchos países, así como de los niveles de endeudamiento asociados a ellos. No fue sino en los últimos meses del periodo analizado cuando estas tendencias comenzaron a invertirse en algunos mercados y a quedar bastante menos de manifiesto en otros.

Las revalorizaciones de los activos podrían estar vinculadas hasta cierto punto al escaso rendimiento de la deuda. Los menores tipos de interés nominales del crédito hipotecario modificaron el perfil de pago de los prestatarios y relajaron por anticipado sus restricciones de liquidez. Por tanto, no debiera sorprender ni inquietar que este hecho acabara por manifestarse tanto en mayores precios de la vivienda como en niveles de endeudamiento más elevados. Sin embargo, un efecto más perturbador de la caída de los rendimientos de la renta fija es la posibilidad de que haya inducido un creciente apetito por el riesgo. En el caso de las entidades aseguradoras, obligadas contractualmente a pagar altas tasas de rendimiento sobre sus pasivos, dicha conducta se convirtió casi en una cuestión de supervivencia.

Los fondos de pensiones con objetivos de rendimiento superiores a los de la deuda pública podrían haberse visto tentados a actuar de modo parecido. Asimismo, en cuanto los recuerdos de las pérdidas financieras pasadas comenzaron a disiparse, fue natural una recuperación de la confianza. Por último, a medida que los precios comenzaron a subir, pareció instalarse un clima de expectativas basadas en extrapolaciones, como había sido habitual en el pasado.

Si bien estas explicaciones de la revalorización de los activos basadas en los tipos de interés tienen su parte de razón, no está exento de ella el argumento que defiende que los fundamentales subyacentes estaban mejorando de forma simultánea en muchos mercados. En los países industrializados, por ejemplo, la tasa de quiebras empresariales ha venido disminuyendo, al igual que las pérdidas enajenadas una vez declarada la insolvencia. En varias economías de mercado emergentes, particularmente las asiáticas, las políticas públicas actualmente parecen más adecuadas y conducentes al crecimiento que hace una década. Por otra parte, los precios de la vivienda en muchos países se han disparado debido a una conjunción de regulaciones zonales, patrones de inmigración e interés de los compradores por determinadas áreas geográficas. No parece probable que estas fuerzas vayan a remitir pronto, si bien otras distintas podrían incluso superarlas.

Lo que sí puede afirmarse con mayor certeza es que la combinación de unas políticas macroeconómicas expansivas y unos mercados financieros más dinámicos contribuyeron a la recuperación del ritmo de crecimiento económico en todo el mundo. Entre los países industrializados, Estados Unidos cosechó los mejores resultados, seguido muy de cerca por Australia y el Reino Unido. El esperado giro del gasto hacia la inversión comenzó a materializarse bajo la influencia de un notable aumento de los beneficios, si bien es cierto que el consumo también se consolidó. Los hogares obtuvieron y gastaron préstamos garantizados por el mayor valor neto de sus viviendas, gracias a la subida de los precios de éstas, o bien refinanciaron sus hipotecas a fin de reducir sus pagos mensuales de intereses. En otros países industrializados, incluidas algunas de las economías más pequeñas de la zona del euro, también se hizo habitual un crecimiento muy sólido. Japón mostró igualmente síntomas de una recuperación incipiente tras el aumento de sus exportaciones, especialmente a China. Aún más alentador fue el aumento del gasto de inversión de las grandes empresas japonesas, tras una década de contención en la que utilizaron sus flujos de caja positivos principalmente para reducir deudas contraídas durante el periodo de auge de los años 80.

Los indicios de recuperación fueron sin duda más tenues en algunas de las mayores economías del continente europeo. Pese a la apreciación efectiva del euro, estos países continuaron beneficiándose del estímulo procedente del aumento de las exportaciones, mientras la confianza empresarial dio a su vez muestras de revitalización. El verdadero problema estribó en la persistencia de la conducta reacia al gasto de los consumidores, aun cuando los balances de los hogares parecían bastante saneados de acuerdo a patrones internacionales. Esta reticencia podría haber obedecido a la incertidumbre

que suscitaron las propuestas encaminadas a subsanar con urgencia las deficiencias estructurales existentes en los mercados de trabajo, las pensiones, la asistencia sanitaria y la administración tributaria. Igualmente, podrían haberse derivado de la percepción pública de una mayor inflación tras la introducción del euro. El hecho de que, en estos países, la riqueza inmobiliaria no pueda transformarse en liquidez tan fácilmente como, por ejemplo, en Estados Unidos y el Reino Unido, supone asimismo que el consumo se encuentra más restringido a los flujos de caja. Esto explica que el consumo mostrase una mayor vulnerabilidad ante los reveses sufridos por los mercados de trabajo, como se analiza más adelante.

En la mayoría de las economías de mercado emergentes se observó también un crecimiento más intenso durante el periodo analizado. Las influencias internacionales de signo positivo, en concreto el encarecimiento de los productos básicos y unos mercados financieros más receptivos, se conjugaron frecuentemente con una demanda interna más vigorosa para estimular el crecimiento. Los resultados cosechados por China fueron impresionantes, con efectos de arrastre en toda la región asiática e incluso en otras zonas geográficas. Al calor de unas entradas masivas de capital y de unas tasas de crecimiento del crédito interno muy elevadas, la inversión empresarial creció hasta situarse por encima del 40% del PIB. En las restantes economías de mercado emergentes de Asia, los niveles de inversión se mantuvieron bastante por debajo de sus máximos anteriores, quizás como reflejo de la persistencia de excesos de capacidad en algunos países y de las presiones de la competencia internacional. No obstante, el gasto de consumo se aceleró en varias economías, a menudo por la influencia de políticas públicas de fomento de la demanda. Los resultados obtenidos por la India también pueden calificarse de sobresalientes. Al tiempo que unas condiciones climáticas favorables propiciaron una mayor producción agrícola, el lento pero continuo proceso de reformas estructurales pareció estar ampliando progresivamente la producción potencial e ir fortaleciendo la competitividad del país en el exterior.

El crecimiento de otras regiones emergentes no asiáticas fue en general menos intenso, aun cuando en ocasiones se sustentase en factores idiosincrásicos. El encarecimiento del petróleo y de otros productos básicos alentó obviamente la recuperación en Oriente Medio, África y Rusia, mientras que el crecimiento en América Latina obedeció en gran medida al resurgir de Argentina y Venezuela de sus respectivas crisis. La incipiente y todavía incierta recuperación de México estuvo mejor enraizada, dados los importantes efectos retardados del auge económico de Estados Unidos sobre el crecimiento mexicano. El contexto internacional de tipos de interés favorables también ha beneficiado a Brasil hasta hace poco, aunque las señales que apuntan a una recuperación generalizada en este país continúan siendo dispares.

En Europa central y oriental, el crecimiento se mantuvo aunque sin acelerarse, posiblemente debido en cierta medida al menor ritmo de recuperación de la zona del euro. Más concretamente, los nuevos países miembros de la Unión Europea han continuado influidos por el optimismo

asociado a su adhesión a la UE y sus correspondientes entradas de capital, pero también por la necesidad de afrontar sus prolongados y complejos problemas estructurales.

Otros acontecimientos, tanto esperados como inesperados

A medida que la economía mundial cobraba dinamismo, pudieron definirse con mayor claridad otras tendencias económicas. Aunque muchas de ellas fueron más bien favorables, algunas resultaron también más bien sorprendentes. En la Conclusión del presente Informe Anual se analiza si alguno de estos resultados inesperados podría agravar la vulnerabilidad futura de la economía mundial y, en caso afirmativo, qué medidas podrían adoptar al respecto las autoridades económicas.

Una consecuencia muy esperada del mayor dinamismo del crecimiento económico fue la intensa recuperación del comercio mundial, particularmente del comercio intrarregional en Asia. China es actualmente un destacado importador de productos básicos e intermedios necesarios para el montaje y posterior exportación de bienes terminados y se está convirtiendo con rapidez en el centro de producción manufacturera mundial. En este contexto de expansión comercial, resulta extraordinariamente importante el cambio de actitud de Japón y la India, que contemplan ahora como una oportunidad más que como una amenaza el nuevo papel de China en el concierto económico mundial.

Otro acontecimiento concomitante a la recuperación fue el mayor deterioro de los flujos de comercio exterior en Estados Unidos. Aunque resulta coherente con el mayor crecimiento de la economía estadounidense en términos relativos, este hecho vino a refutar la opinión de los analistas que esperaban un debilitamiento del crecimiento en ese país, presionado por los desequilibrios internos y externos observados. Además, aunque la depreciación efectiva del dólar contribuyó a frenar el deterioro de la balanza comercial, el propio ajuste del tipo de cambio efectivo de la moneda estadounidense se vio limitado por las intervenciones en los mercados de divisas de un buen número de Gobiernos extranjeros por diversas razones. De hecho, en la medida en que las consiguientes inversiones de las reservas de divisas de otros países en valores de Estados Unidos contribuyeron a reducir los rendimientos de la deuda estadounidense, cabría sostener que el ajuste comercial previsto a través de los canales de "elasticidades" y "absorción" quedó atenuado. Continúa siendo una incógnita cuánto tiempo podrá sostenerse este constante flujo conjunto de bienes y capital desde la región asiática (proveedora *de facto* de financiación) hacia Estados Unidos.

Pese a la fortaleza de la recuperación económica mundial, las presiones al alza sobre la inflación medida por el IPC sólo se hicieron claramente perceptibles hacia finales del periodo analizado. Incluso en Estados Unidos, inmerso en un rápido crecimiento y con un dólar depreciado, la inflación permaneció en su mayor parte en niveles muy reducidos bajo la influencia de brechas del producto que, si bien siguen existiendo, vienen cerrándose con

rapidez. La inflación en la zona del euro, aunque ayudada por la apreciación de la moneda, se situó por debajo del 2% en los primeros meses de 2004 para después remontar ante el aumento de los precios del petróleo. En Japón, las presiones deflacionarias parecieron moderarse, incluso si se tienen en cuenta el sesgo de medición y los efectos de las fuertes subidas registradas en diversos precios regulados.

Entre las economías de mayor tamaño, China presentó los síntomas más claros de aumento de la inflación. Dada la situación deflacionaria de la que partía, un cierto movimiento al alza de los precios no se consideró en principio insatisfactorio y de hecho recibió el aliento de las políticas oficiales orientadas a fomentar la expansión del crédito y a movilizar la inversión. En los últimos trimestres, sin embargo, las autoridades chinas han comenzado a preocuparse en mayor medida por el recalentamiento de la economía, adoptando un paquete de medidas tanto administrativas como de mercado tendentes a desacelerar el crédito y el gasto. En muchas otras economías del mundo industrializado, los tipos de interés oficiales se han elevado en contextos de fuerte crecimiento de la demanda y de muestras de excesos financieros, pese a que la tasa de inflación corriente medida por los precios de consumo parece encontrarse bajo control.

Esta quietud relativa de la inflación mundial medida por el IPC hasta ahora observada ha ido acompañada en la práctica de una serie de tendencias de precios divergentes. En líneas generales, los precios de los bienes terminados han ido relajándose desde hace algún tiempo, bajo la influencia de los aumentos de productividad en la industria manufacturera mundial y de las exportaciones de las nuevas economías de mercado emergentes. Por el contrario, los precios de los servicios han aumentado con más rapidez. En el periodo examinado, esta tendencia general estuvo acompañada por un hecho novedoso y aún más contundente; a saber, una subida muy acusada de los precios del petróleo y de otras materias primas, reflejo no sólo de la expansión mundial, sino también de la importancia creciente de la inversión de China, intensiva en productos básicos. Por fortuna, la absorción de estas subidas dentro de los márgenes de beneficio ha sido relativamente sencilla, al menos por ahora, especialmente en los países que más habían avanzado en la reducción de costes en respuesta a dificultades económicas y financieras previas.

En muchos países industrializados, la reciente aceleración del crecimiento económico ha corrido paralela a una contención salarial y a una desacostumbrada reticencia a contratar trabajadores, lo que resulta coherente con el deseo de mantener los costes bajo control en un entorno internacional caracterizado por una feroz competencia. En Estados Unidos, las empresas parecen haber utilizado la nueva tecnología incorporada a sus inversiones más recientes para incrementar considerablemente la productividad del trabajo. Además, los fuertes descensos del coste del capital, en conjunción con una subida de los costes médicos y de otras prestaciones percibidas por los trabajadores, han inclinado aún más la balanza en favor de la intensificación del uso del factor capital en detrimento de la creación de empleo. También en Europa y Japón han operado recientemente fuerzas

similares, inducidas por impedimentos tradicionales de índole estructural a la contratación, especialmente de los trabajadores jóvenes y de los más veteranos. En líneas generales, los más perjudicados por la debilidad de la demanda de trabajo en los países industrializados han sido aquellos trabajadores con un menor nivel educativo, dada su mayor dificultad para adquirir nueva formación cuando pierden sus empleos a causa de los avances tecnológicos. Además, a través del componente de trabajo incorporado en los bienes y servicios comercializados, estos trabajadores se encuentran cada vez más inmersos en una batalla perdida de antemano frente a sus homólogos, peor remunerados, de las economías de mercado emergentes. Con todo, la atonía del mercado laboral no ha ocasionado hasta la fecha un repliegue generalizado del gasto de consumo fuera de Europa continental. Esta circunstancia ha sido sorprendente y a la vez satisfactoria, aun cuando haya ido acompañada de un aumento continuo de los niveles de endeudamiento de los hogares en muchos países.

Otro efecto secundario de un mayor crecimiento económico y del aumento del optimismo en los mercados financieros ha sido su contribución a unas entidades financieras más sólidas. A este respecto, la mayor capacidad de saneamiento de los créditos morosos ha sido particularmente provechosa en Europa continental y Japón. En los países industrializados, una conjunción poco frecuente de curvas de rendimientos pronunciadas, revalorización de activos, menores costes y mayores ingresos logró sosegar significativamente las inquietudes por la situación de bancos, compañías de seguros, empresas de reaseguros y fondos de pensiones. Por el contrario, a medida que el crecimiento cobraba impulso en China en respuesta a la mayor expansión del crédito alentada desde instancias oficiales, comenzaron a intensificarse los temores a que muchos de esos préstamos resultasen fallidos y debilitasen aún más unas instituciones crediticias aquejadas ya de serios problemas. En este sentido, los créditos que parecían más expuestos al riesgo fueron los concedidos a administraciones locales y empresas públicas, donde la obtención de beneficios no resultaba el principal objetivo.

Numerosas instituciones financieras especializadas en productos dirigidos al segmento minorista, sobre todo crédito hipotecario, obtuvieron resultados especialmente satisfactorios en el periodo analizado. Esto fomentó una reorientación generalizada de las actividades de las entidades financieras en muchos países industrializados. Incluso en Japón quedó patente la mayor atención que los bancos comenzaron a prestar al crédito al consumo y a pequeñas empresas, un segmento donde los márgenes de beneficio eran mayores. Esta tendencia propicia a la concesión de crédito a los hogares se observó también en varias economías de mercado emergentes, sobre todo en Asia y Europa central y oriental. Si bien este proceso se ha revelado especialmente satisfactorio en un contexto de sostenimiento de altas tasas de ahorro interno como ocurre en muchos países asiáticos, la experiencia de Corea durante los últimos uno o dos años ilustra la posibilidad de que dicho proceso quede fuera de control. Tras un auge previo del consumo estimulado por una rápida expansión del crédito concedido tanto por bancos como por compañías de tarjetas de crédito, el gasto de consumo se debilitó

durante el último año a medida que aumentaban las quiebras personales. El Gobierno coreano ha intentado perfeccionar los procedimientos de renegociación de la deuda entre acreedores particulares y deudores, pero los efectos contractivos sobre el crecimiento de la demanda interna podrían prolongarse durante algún tiempo.

Además de los efectos —generalmente favorables— de un crecimiento económico más enérgico sobre la solidez de las instituciones financieras, éstas se han beneficiado en su mayor parte de las mejoras generalizadas introducidas en la gestión del riesgo. El cambio de mentalidad en el sector financiero, vinculado en buena medida al proceso de conclusión del nuevo marco de suficiencia de capital (conocido como “Basilea II”), continuó cobrando intensidad. Pese a ello, ciertos hechos acaecidos durante el pasado año pusieron de manifiesto una inquietante lenidad en el gobierno interno tanto de empresas como de instituciones financieras, así como en la supervisión y en la disciplina del mercado. El caso Parmalat, por ejemplo, sacó a la luz fallos a todos los niveles imaginables: alta dirección, auditoría interna y externa, bancos prestamistas, suscriptores de deuda, agencias de calificación y analistas de bancos de inversión, así como en la supervisión de muchos de éstos. Aun así, el fiasco empresarial más costoso de la historia no tuvo efecto alguno en la prima de riesgo exigida por los mercados al crédito a empresas. Está por ver si ésta fue la reacción adecuada teniendo en cuenta la naturaleza *sui generis* de un fraude de proporciones masivas o si se trata, por el contrario, del lamentable subproducto de la reciente intensificación del apetito por el riesgo observado en los mercados financieros. La respuesta, sin embargo, puede hacerse cada vez más evidente a medida que los mercados se preparan para la subida, en último término, de los tipos de interés oficiales.