

Banco de Pagos Internacionales

70° Informe Anual

1° de abril de 1999–31 de marzo de 2000 Basilea, 5 de junio de 2000

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Information, Press & Library Services
CH-4002 Basilea, Suiza

Fax: +41 61 / 280 91 00 y +41 61 / 280 81 00

© Banco de Pagos Internacionales 2000

Reservados todos los derechos.

*Se permite la reproducción o traducción de breves extractos,
siempre que se indique su procedencia.*

ISSN 1560-3024

ISBN 92-9131-504-4

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: ¿viejos problemas en una nueva era?	3
La inflación, los tipos de interés y los niveles de deuda	5
Logros estructurales y arquitectónicos	8
II. Evolución de la situación en los países industrializados	12
Aspectos más destacados	12
Evolución macroeconómica en 1999	13
Evolución de la situación en los distintos países	16
La inflación y los mercados laborales	26
<i>La inflación y los precios del petróleo</i>	26
<i>Los mercados laborales, la fijación de los salarios y el proceso de inflación</i>	27
<i>La UME, la negociación salarial y la inflación</i>	29
<i>Las curvas de Phillips</i>	32
Evolución del comercio mundial y de las balanzas externas	34
<i>El comercio y los precios mundiales</i>	34
<i>Las balanzas por cuenta corriente</i>	35
III. Recuperación de la crisis en los mercados emergentes	40
Aspectos más destacados	40
Principales tendencias económicas y financieras	41
Recuperación de la crisis en Asia	46
<i>Restricciones de capacidad y presiones inflacionarias</i>	49
<i>Desequilibrios presupuestarios y deuda pública</i>	50
<i>Mercados financieros y regímenes de política monetaria</i>	50
<i>Perspectivas del crecimiento a más largo plazo</i>	53
Algunos aspectos de la reestructuración empresarial y financiera en Asia	54
<i>La reestructuración de las empresas</i>	54
<i>La reestructuración de los bancos</i>	55
Resultados divergentes y excepcionales en los países latinoamericanos	59
<i>Evolución de la inflación</i>	63
<i>Grandes desequilibrios externos</i>	64
África	65
Oriente Medio	68
Europa central y oriental	69
<i>Evolución de la producción y del comercio exterior</i>	69
<i>La inflación y la adopción de nuevos regímenes de política monetaria</i>	71
IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	73
Aspectos más destacados	73
Estados Unidos	74
<i>Los precios de los activos, la estabilidad financiera y la política monetaria</i>	77
<i>Anuncio del sesgo</i>	78

	Página
Japón	79
La zona del euro	82
<i>Credibilidad y transparencia</i>	83
<i>Publicación de las predicciones</i>	85
Países que tienen un objetivo de inflación	86
Política monetaria e incertidumbre	91
<i>Fuentes de incertidumbre</i>	91
<i>Implicaciones para la comunicación de las decisiones de política</i>	94
V. Evolución de los mercados de divisas	96
Aspectos más destacados	96
El dólar, el yen y el euro	96
<i>Acontecimientos clave y perspectivas a largo plazo</i>	97
<i>Factores que provocaron las variaciones de los tipos de cambio</i>	100
<i>Bolsas de valores y tipos de cambio</i>	103
Evolución de otros mercados de divisas	106
<i>Las monedas europeas</i>	106
<i>Las monedas de otros países industrializados</i>	107
<i>Las monedas de los mercados emergentes</i>	108
Cambios estructurales y volumen de transacciones en los mercados de divisas	112
Evolución del mercado del oro	115
VI. Mercados financieros	119
Aspectos más destacados	119
Los mercados de acciones	120
<i>Pautas de comportamiento</i>	120
<i>Volatilidad y cambios de las valoraciones</i>	123
<i>Riesgos de valoración y resultados económicos potenciales</i>	126
Los mercados de bonos	127
<i>Emisiones del sector privado y diferenciales crediticios</i>	128
<i>Influencia de los factores de liquidez en los diferenciales crediticios</i>	131
<i>La búsqueda de nuevos puntos de referencia</i>	134
El mercado bancario internacional	136
<i>Préstamos bancarios a los países industrializados</i>	137
<i>Préstamos bancarios a mercados emergentes</i>	139
<i>El mercado interbancario y los centros extraterritoriales</i>	140
<i>Préstamos sindicados internacionales</i>	140
VII. El euro y la arquitectura financiera europea	142
Aspectos más destacados	142
Los mercados financieros	142
<i>Los mercados de dinero</i>	143
<i>Los mercados de bonos</i>	145
<i>Los bonos de empresas</i>	147
<i>Los mercados de acciones</i>	152
Concentración del sector financiero	154
Estructura de supervisión y reglamentación	155
<i>Mecanismos actuales</i>	156
<i>Actuar en condiciones de igualdad</i>	158
<i>Salvaguardar la estabilidad financiera</i>	160
VIII. Conclusiones	163
Los desequilibrios y la búsqueda de la estabilidad de los precios	165
El cambio estructural y la prevención de la inestabilidad financiera mundial	170
La gestión y la resolución de las crisis financieras	174

Actividades del Banco	177
Contribución directa del BPI a la cooperación monetaria y financiera internacional ...	177
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	178
<i>Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes</i>	179
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	180
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	181
<i>Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación</i>	183
<i>Oficina de Representación para Asia y el Pacífico</i>	184
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	185
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia	186
<i>Grupo de los Diez</i>	186
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	187
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	189
<i>Consejo Conjunto del Año 2000</i>	189
Otros tipos de cooperación con los bancos centrales	190
<i>Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales</i>	190
<i>Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos</i>	191
<i>Grupo de Expertos en Informática</i>	191
Funciones de agente y fideicomisario	192
<i>Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales</i>	192
<i>Funciones de agente depositario de garantías</i>	192
Ayuda financiera a bancos centrales	193
Operaciones del Departamento Bancario	193
<i>Pasivo</i>	193
<i>Activo</i>	194
Beneficios netos y su distribución	195
Aumento del número de bancos centrales accionistas	196
Enmienda de los Estatutos del Banco	197
Cambios de la composición del Consejo de Administración	197
Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de marzo de 2000	199
Consejo de Administración	214
Alta dirección del Banco	215

Los capítulos del original —en inglés— del presente informe se enviaron a la imprenta entre el 9 y el 17 de mayo de 2000.

Índice de gráficos (*) y cuadros

	Página
Evolución de la situación en los países industrializados	
Predicciones y resultados para 1999	13
Dispersión de las predicciones de crecimiento de Estados Unidos para 1999*	14
Variaciones de las tasas de desempleo y de las brechas del producto*	15
Expansión de Estados Unidos desde una perspectiva histórica	16
Crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo durante el ciclo reciente* ...	18
Indicadores del sector de empresas de Estados Unidos*	19
Activos netos y ahorro de los hogares*	20
Elasticidades estimadas del consumo con respecto a la renta y a la riqueza	21
Relación entre la inversión y el PIB*	22
Saldos financieros de las administraciones públicas en 1998 y 1999*	24
Crecimiento del PIB real en 1998 y 1999*	25
Dependencia del petróleo*	27
Relación de las señales de los salarios con el ruido de la inflación*	28
Curva de Phillips de la zona del euro (1973–99)*	32
Estimaciones de la curva de Phillips	33
Países de la zona del euro en 1999 y su curva de Phillips conjunta*	34
Evolución del comercio y de los precios en el mercado internacional	35
Cambios de las balanzas por cuenta corriente, 1997–99	36
Evolución de los saldos financieros netos por sectores*	36
Balanza de pagos de los países industrializados	37
Recuperación de la crisis en los mercados emergentes	
Precios de las acciones y diferenciales de los bonos en los mercados emergentes*	41
Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente	42
Evolución de la relación de intercambio en el mundo	43
Entradas netas de capital privado en las economías de mercado emergentes	45
Financiación internacional de las economías de mercado emergentes	46
Producción industrial en Asia*	47
Economías asiáticas emergentes: contribución al crecimiento del PIB real*	49
Tipos de cambio y crecimiento del crédito real en Asia*	51
Relación precio/beneficios en Asia*	52
Avances en la reestructuración financiera en 1999*	56
Indicadores de los resultados de los bancos en los países asiáticos en crisis	58
Crecimiento de las exportaciones de los principales países latinoamericanos en 1999 ..	60
Tipos de interés y tipos de cambio reales efectivos en América Latina*	61
Saldos fiscales y deuda pública	62
Inflación y brechas del producto en América Latina*	64
Crecimiento del PIB real en África y Oriente Medio*	67
Indicadores monetarios de África	68
Indicadores económicos de Rusia y Europa central*	70
Evolución de los mercados financieros en Rusia y Europa central*	71
La política monetaria en los países industrializados avanzados	
Indicadores económicos de Estados Unidos*	76
Indicadores económicos de Japón*	80

Indicadores económicos de la zona del euro*	83
Inflación y tipos oficiales en los países que tienen un objetivo de inflación*	87
Tipos de cambio en los países que tienen un objetivo de inflación*	88
Distribuciones de las estimaciones de la pendiente de la curva de Phillips*	92
Incertidumbre sobre las brechas del producto*	93
Revisiones de los datos del PIB*	94

Evolución de los mercados de divisas

Tipos de cambio, volatilidades implícitas y reversiones del riesgo	
del dólar, el yen y el euro*	97
Tipos de cambio del dólar, el yen y el euro*	98
Inversión internacional: posición neta de Estados Unidos, Japón y la zona del euro*	98
Reservas oficiales de divisas	99
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés a futuro*	100
Predicciones del crecimiento y tipos de cambio*	101
Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales economías*	102
Operaciones transfronterizas en bonos y acciones	104
Mercados de valores y tipos de cambio en algunos países industrializados	104
Conducta del mercado de valores y tipos de cambio*	105
Algunos tipos de cambio europeos frente al euro*	106
Precios de las materias primas, tipos de cambio y tipo de los préstamos de oro*	108
Tipos de cambio frente al dólar en algunos mercados emergentes*	109
Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes*	110
Papel del dólar, el euro y el yen como monedas de anclaje*	111
Correlación entre los mercados de valores y los tipos de cambio	
en las economías de mercado emergentes*	112
Volatilidad de los principales mercados de divisas	114
Tenencias oficiales de oro	116
Noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales y precio del oro*	117

Mercados financieros

Índices bursátiles*	120
Segmentación de los mercados de acciones*	121
Distribución de probabilidades implícitas de los precios de las acciones del Nasdaq*	122
Indicadores de valoración de los precios de las acciones	124
Precios de las acciones de la “vieja economía” y tipos de interés reales*	125
Emisiones de acciones y evolución de los precios en torno a la fecha	
de los anuncios de recompra*	127
Mercados de títulos de deuda internacionales y nacionales*	128
Emisiones netas de títulos de deuda internacionales	129
Diferenciales crediticios medidos*	130
Liquidez en los mercados de bonos del Estado de Estados Unidos y Alemania*	132
Volumen de contratos de opciones y de futuros negociados en mercados organizados*	133
El surgimiento de nuevos puntos de referencia*	135
Actividad en los mercados internacionales de crédito bancario y de títulos*	137
Principales características de los derechos transfronterizos de los bancos	
declarantes al BPI	138
Financiación internacional por regiones*	139
Préstamos sindicados: líneas anunciadas y beneficiarios*	141

El euro y la arquitectura financiera europea

Tipo del mercado de dinero a tres meses:	
diferencial entre el precio de compra y el de oferta	143
Actividad interbancaria transfronteriza*	144

	Página
Convergencia de los rendimientos*	145
Diferenciales de rendimiento correspondientes a diversos vencimientos*	146
Bonos y efectos internacionales: emisiones anunciadas*	148
Emisiones de bonos internacionales según el tipo de emisor*	149
Emisiones de bonos internacionales del sector privado*	150
Factores determinantes en la elección del asegurador de bonos:	
moneda de emisión o relación comercial	151
Indicadores bursátiles	153
Fusiones y adquisiciones en el sector financiero de la zona del euro	154
Estructura de costos del sector bancario	155
Cobertura de los sistemas de protección de los depósitos	159

Convenciones utilizadas en este informe

p	preliminar
pe	parcialmente estimado
izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
m.m.	miles de millones
...	no disponible
.	no aplicable
–	cero o no significativo
\$	dólar de EE.UU. a menos que se indique lo contrario

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

70° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 5 de junio de 2000*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 70° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se abrió el 1° de abril de 1999 y se cerró el 31 de marzo de 2000.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 307.824.257 francos oro, frente a los 303.618.800 francos oro del ejercicio anterior. En el apartado titulado “Beneficios netos y su distribución”, que figura en la página 195 del presente informe, pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 1999–2000.

El Consejo de Administración recomienda que, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos, la Asamblea General aplique la suma de 54.658.243 francos oro al pago de un dividendo de 340 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda también la transferencia de 50.633.203 francos oro al fondo de reserva general, 3.000.000 francos oro al fondo de reserva especial para dividendos y el remanente —que asciende a 199.532.811 francos oro— al fondo de reserva libre.

Si estas propuestas fueran aprobadas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 1999–2000 será pagadero a los accionistas el 1° de julio de 2000.

Basilea, 17 de mayo de 2000

ANDREW CROCKETT
Director General

I. Introducción: ¿viejos problemas en una nueva era?

Una tumultuosa década ha acabado con un año lleno de sorpresas, positivas en su mayoría. La inflación ha continuado siendo baja en la mayoría de los países industrializados y las economías de mercado emergentes, mientras que el crecimiento económico ha seguido siendo alto en Estados Unidos, se ha acelerado en Europa y ha comenzado a recuperarse a finales de año en América Latina. La mejora de la suerte de algunos países del este asiático sacudidos por la crisis ha sido realmente notable, y China y la India han continuado creciendo a un rápido ritmo. Incluso en Japón existen indicios de que quizá haya pasado ya lo peor. En los mercados financieros, los precios de las acciones han registrado nuevos récords, impulsados generalmente por empresas del sector de alta tecnología. Las emisiones de bonos de empresas también han registrado nuevos récords, desarrollándose a un ritmo especialmente rápido la emisión en euros, moneda creada en fecha reciente (y sin complicaciones). La mayoría de los observadores considera que todos estos acontecimientos son una buena señal sobre las perspectivas del nuevo milenio y que la ausencia de graves problemas informáticos en el momento de la transición constituye otro buen augurio.

Al optimismo reinante ha contribuido significativamente el reconocimiento de que se han consolidado algunas tendencias positivas en esta última década. Los avances tecnológicos han sido sensacionales y parecen reflejarse cada vez más en la productividad medida de Estados Unidos. Por otra parte, suponiendo unos mercados de trabajo, capitales y productos suficientemente flexibles, no existía ninguna razón evidente para que estas tecnologías transferibles no pudieran dar sus frutos en otros países. De hecho, es posible que este razonamiento haya contribuido al encaprichamiento general con las acciones de la “nueva era”. Además, la liberalización y la privatización han proseguido a un ritmo acelerado, prometiendo no sólo una asignación más eficiente de los recursos, sino también (a través de los mercados financieros) nuevos medios para disciplinar a los gobiernos irresponsables. Por una u otra razón, el compromiso de las autoridades económicas de seguir una política monetaria y fiscal sólida ha sido general tanto en las economías industrializadas como en las economías de mercado emergentes. Por último, cada vez se ha aceptado más la idea de que es necesaria una amplia infraestructura en el terreno de la legislación, las instituciones y el gobierno para que los mercados funcionen de manera adecuada.

Paradójicamente, como ha demostrado la historia en repetidas ocasiones, incluso un optimismo bien fundado tiene la insidiosa tendencia a convertirse en un exceso. La probabilidad de que ocurriera así parece haber aumentado durante el periodo examinado. La subestimación casi general del vigor de la

expansión en los países de habla inglesa (véase el capítulo II) y de la recuperación del este asiático (véase el capítulo III), induce a pensar que distan de comprenderse plenamente las causas fundamentales de estos buenos resultados. Una desconcertante observación ha sido que las distintas fuerzas económicas y financieras parecían estar excepcionalmente interrelacionadas. Por ejemplo, en Estados Unidos la subida de los precios de las acciones (sobre todo en el sector de alta tecnología) ha aumentado la riqueza de los hogares y ha facilitado la financiación de las empresas, lo cual, a su vez, ha contribuido a elevar el gasto de consumo y la inversión, respectivamente. El aumento de la demanda y la intensificación del capital han incrementado la productividad medida, lo que ha incrementado el optimismo sobre los futuros beneficios y ha impulsado aún más los precios de las acciones, entre otras cosas. Es evidente que este tipo de procesos que se refuerzan mutuamente pueden exacerbar las fluctuaciones tanto de los mercados financieros como de la economía real, sobre todo si son acentuadas por las oscilaciones de los tipos de cambio.

Otra razón para atemperar el optimismo se halla en que muchos de los desequilibrios y deficiencias estructurales que caracterizaron la economía mundial en años anteriores distan de haberse resuelto. De hecho, se han agravado en algunos aspectos. Entre los desequilibrios más importantes se encuentra la diferencia sin precedentes entre el máximo histórico alcanzado por la tasa de ahorro privado en Japón y el mínimo histórico registrado por la de Estados Unidos. Aunque los cambios de los saldos presupuestarios han moderado la repercusión de estos casos extremos —a costa de un considerable deterioro de las finanzas públicas en Japón—, ha continuado habiendo grandes desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, con el consiguiente riesgo de repercusión en los tipos de cambio. Por lo que se refiere a la reducción de los obstáculos estructurales que impiden un crecimiento duradero, tanto Japón como Europa continental han seguido haciendo progresos, aunque la rigidez de los mercados de productos y de trabajo continúa siendo motivo de preocupación. En todas las regiones, pero quizá especialmente en el este asiático, se temía que disminuyera el apoyo político a los intentos de reestructuración debido a la fuerza con que se recuperaba la economía. Así pues, una vez más, aunque de forma distinta, el optimismo a corto plazo ha tendido a socavar los propios fundamentos necesarios para el optimismo a largo plazo.

Los operadores de los mercados financieros y las autoridades monetarias de los países industrializados, aun reconociendo la incertidumbre reinante, han llegado a la conclusión de que los tipos de interés deberían ser más altos. Los tipos a largo plazo de los bonos del Estado subieron durante todo el año 1999, aunque más tarde se produjo un repunte temporal de los precios, y numerosos bancos centrales también elevaron los tipos de interés oficiales al llegar a la conclusión de que era necesario tomar medidas para no correr el riesgo de que aumentara la inflación. No obstante, en el momento de redactar este informe, la subida de los tipos no había provocado ni una clara reducción del ritmo de crecimiento económico ni una ruptura significativa en los mercados financieros importantes. En particular, aunque los precios de las

acciones se han vuelto mucho más volátiles y los valores de las empresas de alta tecnología han experimentado una notable caída, las acciones no han sufrido un retroceso general.

La inflación, los tipos de interés y los niveles de deuda

En las circunstancias reinantes, parecía difícil imaginar que sólo un año antes algunos observadores se mostraran preocupados por la posibilidad de una recesión y una deflación mundiales. El aumento imprevisto del crecimiento económico en casi todos los países ha llevado con razón tanto a los mercados como a las autoridades económicas a centrar la atención en las presiones inflacionarias. No obstante, el hecho de que estas presiones hayan sido relativamente débiles ha confirmado en muchos países el poderoso efecto de fuerzas desinflacionarias subyacentes como el cambio tecnológico, la liberalización, el exceso de capacidad y la austeridad fiscal. Por otra parte, la posibilidad de una interacción entre la subida de los tipos de interés, el incremento de los niveles de deuda y los crecientes desequilibrios, ha aumentado la preocupación por consecuencias impredecibles y posiblemente desinflacionarias en el futuro.

El año pasado, Estados Unidos continuó experimentando ininterrumpidamente una notable expansión económica y no inflacionaria, apoyada por componentes tanto de la oferta como de la demanda. Por lo que se refiere a la oferta, la imprevista moderación salarial y la intensificación del capital redujeron los costos laborales unitarios, al tiempo que la tasa de desempleo descendió por debajo de niveles que históricamente habrían provocado una inflación. En lo que concierne a la demanda, el consumo de los hogares experimentó un notable incremento, impulsado por la subida de los precios de las acciones, el aumento de las oportunidades de empleo y la creciente confianza en una “nueva economía” basada en la alta tecnología. La inversión también aumentó en grado significativo, favoreciendo especialmente una vez más al sector de alta tecnología. Muchas de estas tendencias fueron compartidas por los demás grandes países de habla inglesa, con la importante salvedad de que los incrementos de la productividad medida fueron, en general, menos evidentes en otros países.

La decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de comenzar a subir prudentemente los tipos oficiales a mediados de 1999 (véase el capítulo IV) se debió al temor de que la demanda continuara aumentando a un ritmo superior a la oferta, aun en el supuesto de que estuviera surgiendo una “nueva economía”. Es posible que el incremento del gasto público, en respuesta a las presiones preelectorales y a la aparición prevista de grandes superávits, aportara mayores argumentos para adoptar tales medidas restrictivas. Las enormes subidas de los precios del petróleo, tras un largo periodo de descenso, también fueron motivo de preocupación, a pesar de que ha disminuido mucho el papel desempeñado por el petróleo en los países industrializados. Durante la primavera de 1999, esta preocupación se acrecentó como consecuencia de las más claras presiones al alza tanto sobre los precios como sobre los costos laborales. La situación financiera de los hogares y los balances de las empresas

de Estados Unidos también indicaban la necesidad de moderación del sector privado. La tasa de ahorro de los hogares descendió de nuevo durante el año y se acompañó de un nuevo aumento del endeudamiento. La compra de acciones a crédito aumentó considerablemente, aunque su nivel siguió siendo bajo, y otros tipos de préstamos a los hogares también continuaron experimentando un rápido crecimiento. Es muy posible que el persistente y elevado nivel de los precios de las acciones contribuyera a estas propensiones, dado que actualmente más del 50% de los hogares estadounidenses poseen acciones. La deuda de las empresas también aumentó a un ritmo rápido, debido al fuerte crecimiento de la inversión y al continuo rescate de acciones.

En Japón, en cambio, el ahorro neto del sector privado aumentó, alcanzando un máximo histórico. Dado que el consiguiente descenso de la demanda sólo fue contrarrestado en parte por un aumento del desahorro público, el crecimiento total de la economía japonesa fue muy modesto y apenas se evitó la deflación. La cauta conducta tanto de las empresas como de los hogares desempeñó un papel importante en este sentido. Ante el continuo lastre del exceso de capacidad heredado de la década de 1980, las empresas redujeron aún más sus inversiones, a pesar de los crecientes gastos realizados en el área de la alta tecnología. Al recuperarse los beneficios tras la reestructuración interna, se concedió prioridad al pago de la deuda.

Por lo que se refiere a la tasa de ahorro de los hogares, la tendencia ascendente comenzada en 1997 se reanudó tras una leve caída en el primer semestre de 1999. La preocupación de los hogares se debió a diversas causas. La reestructuración de las empresas suscitó el temor por el empleo y minó la confianza. Y lo que quizá sea importante a más largo plazo, la creciente deuda pública, junto con el rápido envejecimiento de la población, llevó a temer por las futuras cargas fiscales y por la viabilidad de los compromisos adquiridos por el sistema de pensiones. El Banco de Japón prometió mantener su política de tipos de interés cero hasta que comenzara la recuperación y adquiriera una dinámica propia, lo que contribuyó a reforzar la confianza y mantuvo los rendimientos de los bonos en unos niveles bajos. No obstante, ante la amenaza de revisión a la baja de la calificación crediticia por parte de Moody's, la continua liberalización del sistema financiero japonés, que ofrecerá a los ahorradores nuevas posibilidades, y los persistentes déficit presupuestarios, surgieron temores de que los rendimientos de los bonos subieran antes de que la economía experimentara de nuevo un sólido crecimiento.

La evolución totalmente opuesta del ahorro en Estados Unidos y en Japón se reflejó en el déficit por cuenta corriente sin precedentes de Estados Unidos y en el persistente y elevado superávit por cuenta corriente de Japón. De hecho, el déficit de Estados Unidos alcanzó un máximo histórico en porcentaje del PIB. En cambio, la zona del euro en su conjunto mantuvo un pequeño, aunque menguante, superávit por cuenta corriente, coherente con su posición intermedia en el ciclo económico. Durante la mayor parte del periodo, pareció que los factores cíclicos influían en los principales tipos de interés más que estas consideraciones relacionadas con la balanza externa. Por lo tanto, la depreciación del euro y la persistente fortaleza del dólar podrían

continuar desviando las presiones de la demanda hacia los países con un exceso de capacidad relativamente mayor.

Sin embargo, a partir del segundo semestre de 1999, la imprevista debilidad del euro (a pesar de que aumentó el crecimiento en Europa) y la brusca apreciación del yen (a pesar de que Japón entró en una recesión técnica) pusieron de relieve que también estaban interviniendo otros factores (véase el capítulo V). En el primer caso, los analistas centraron la atención en el ritmo al parecer lento de la reforma estructural europea y en los comentarios supuestamente contradictorios de las autoridades económicas. En el segundo caso, se dijo que el superávit externo estaba comenzando al menos a surtir efecto y que las reformas estructurales darían un impulso a los beneficios. De lo que no cabe duda es que en Europa se registraron grandes salidas de capitales a largo plazo con destino tanto a Estados Unidos como a Japón, principalmente a los sectores de alta tecnología que prometían atractivas tasas de rendimiento. Es posible que, en cierto sentido, el recién creado euro tuviera demasiado éxito. La presencia de unos mercados más grandes y más líquidos, unida a unos tipos de interés relativamente bajos, fomentó la emisión de bonos denominados en euros, cuyos rendimientos pudieron usarse para financiar la inversión en otros países.

Cualquiera que fuera la causa de la variación del tipo de cambio entre el yen y el euro, ni las autoridades económicas de Japón ni las de la zona del euro consideraron que fuera inequívocamente buena. Consciente de la persistente fragilidad de la economía japonesa y del hecho de que no era posible bajar más los tipos oficiales, el Banco de Japón intervino en repetidas ocasiones para frenar la subida del yen. El Banco Central Europeo, dado su objetivo prioritario de mantener la estabilidad de los precios internos, estaba preocupado por los efectos inflacionarios de la depreciación, en un momento en el que los precios de los productos básicos también estaban subiendo y las demandas salariales parecían excesivas en algunos países miembros. Como consecuencia de ello, el BCE subió por primera vez los tipos oficiales a finales de 1999 y mantuvo posteriormente esta política restrictiva.

La tendencia ascendente de los tipos de los bonos en los países industrializados (véase el capítulo VI) no se dejó sentir de modo inmediato en casi ninguna economía de mercado emergente. Las entradas de capital extranjero prosiguieron más o menos al mismo ritmo que en 1998 (es decir, a un ritmo aún mucho menor que antes de la crisis), la inversión extranjera directa fue el principal vehículo y los préstamos bancarios disminuyeron todavía más. Aunque la fuerza de la recuperación de muchos países asiáticos fue imprevista, el proceso dinámico tuvo un comportamiento bastante tradicional, comenzando con medidas macroeconómicas expansivas, un aumento de las exportaciones y una recomposición de las existencias. En este contexto, la fuerte apreciación del yen favoreció a estos países, al igual que las continuas y elevadas compras de productos de tecnología de la información por parte de clientes tanto de Japón como de Estados Unidos. El rápido crecimiento de la mayoría de los países asiáticos, así como los continuos y grandes superávits por cuenta corriente, sostuvieron las monedas de la región y permitieron a los bancos centrales mantener bajos los tipos. En la mayoría

de los países, la inflación continuó siendo moderada, lo que supuso otro factor positivo más.

Lo más sorprendente fue que la subida de los tipos de interés en los países industrializados tuviera tan escasa repercusión en América Latina y Europa oriental. Muchos países de estas regiones tenían elevados niveles de deuda externa y grandes déficit por cuenta corriente, que habían persistido durante la profunda recesión anterior. Sin embargo, las presiones a la baja sufridas por la mayoría de las monedas no fueron grandes y resultaron insuficientes para detener la continua y modesta recuperación del crecimiento económico. Al igual que en África y Oriente Medio, muchos países latinoamericanos también se beneficiaron de la subida de los precios de los productos básicos, aunque los efectos fueron muy distintos, dada la diversa evolución de los precios del petróleo, de los metales y de otros productos. Lo que parece haber contribuido especialmente a aumentar la confianza fue el nuevo énfasis en la austeridad fiscal, incluso en medio de la recesión. Los mercados vieron en ello un cambio de régimen que, junto con la privatización y otras reformas estructurales, debería constituir una sólida base para conseguir un crecimiento duradero. Sólo el tiempo dirá si tiene razón este optimismo.

Logros estructurales y arquitectónicos

Las medidas macroeconómicas y los acontecimientos impulsados por la demanda actúan en un marco que comprende el lado de la oferta de la economía, su estructura financiera y la multitud de acuerdos y convenciones internacionales que componen la “arquitectura financiera internacional”. Aunque los cambios en estas áreas tienden a ser evolutivos y poco espectaculares, es aquí donde deben sentarse las bases de una prosperidad duradera.

En todo el mundo se han realizado importantes reformas en el lado de la oferta, con el aparente aumento de la productividad tendencial de Estados Unidos como telón de fondo. Aunque estas reformas han provocado un elevado número de pérdidas involuntarias de empleo, la tasa de desempleo ha descendido ininterrumpidamente. Teniendo en cuenta la experiencia de Estados Unidos, muchos otros países han comenzado a adoptar prácticas más flexibles en los mercados de trabajo y de productos. Por lo que se refiere al primero, en Europa se han registrado algunos progresos en la adopción de la negociación salarial por empresas, y empieza a haber datos indicativos de que la tasa natural de desempleo también podría estar descendiendo. En Francia, la introducción de la semana laboral de 35 horas se consideró con razón un paso atrás, pero posteriormente se han realizado esfuerzos significativos para utilizarla como catalizador en la reforma de prácticas laborales anticuadas. En Japón, la política de empleo vitalicio de las grandes empresas ha dado señales de estar desmoronándose, con reducciones de plantilla que afectan a las personas de edad avanzada, así como con cambios culturales que afectan a los jóvenes.

Por lo que se refiere a las mejoras estructurales en los mercados de productos, se han privatizado muchas empresas de servicios públicos y de telecomunicaciones en Europa y en algunas economías de mercado

emergentes, lo que se ha traducido en un brusco descenso de los precios de los servicios. En Japón, a pesar del entusiasmo de los mercados financieros, el progreso ha sido menos evidente, si bien la racionalización gradual del sistema de distribución ha proseguido, presionando a la baja, una vez más, los precios. Por otra parte, existen crecientes indicios de que las relaciones internas de los *keiretsu* están resquebrajándose y de que los vínculos con empresas extranjeras empiezan a ser más aceptables. En Corea, parece que la reestructuración de las empresas está en marcha con el firme apoyo del gobierno. Aunque muchos de los *chaebol* han dejado de fijarse como prioridad el tamaño y han comenzado a pensar más en los beneficios, su compromiso de vender los negocios anexos apenas se ha llevado a la práctica. Por último, ha resurgido notablemente el interés por los usos empresariales de la tecnología de Internet, tanto en Europa como en numerosos mercados emergentes. Dado el exceso de prácticas anticompetitivas en muchos países, esta tendencia podría acabar traducándose en una reducción de los costos incluso mayor que en Estados Unidos.

El cambio estructural también se ha acelerado en el sector financiero. El crédito facilitado a través de los mercados ha continuado ganando terreno a expensas de los préstamos bancarios tradicionales. Las emisiones internacionales de bonos y pagarés se han disparado, al igual que las transacciones transfronterizas de acciones, a pesar de que los préstamos bancarios internacionales han continuado disminuyendo tras las recientes crisis. Las presiones competitivas han aumentado en todos los países, al igual que la búsqueda de valor para los accionistas. En este ambiente endurecido, han destacado dos importantes tendencias. En primer lugar, el volumen de fusiones y adquisiciones de empresas financieras ha experimentado un notable aumento en todo el mundo. Aunque estas operaciones han sido en gran medida internas en la mayoría de los países industrializados, la penetración de las empresas financieras de países industrializados en los mercados emergentes ha aumentado considerablemente. En segundo lugar, en un contexto de nuevos aumentos de los recursos controlados por el sector de gestión profesional de activos, parece haberse registrado un desplazamiento hacia los fondos que se habían especializado con éxito en estrategias dinámicas.

Un acontecimiento estructural excepcional ocurrido a principios de 1999 fue el éxito en la introducción del euro (véase el capítulo VII). Casi inmediatamente, los mercados de dinero e interbancarios de la zona del euro comenzaron a funcionar de manera totalmente integrada, y las emisiones de títulos de empresas denominados en euros se multiplicaron con respecto a las operaciones correspondientes en las monedas predecesoras. Los créditos de menor calificación se beneficiaron especialmente de esta tendencia, al igual que los mercados de títulos respaldados por hipotecas. En cambio, los mercados de acciones y de deuda pública no consiguieron unificarse. Aunque debido en parte a que hasta la fecha no se ha logrado construir una infraestructura común de negociación y de compensación, las convenciones nacionales también han continuado constituyendo un importante impedimento para la plena unificación. En este nuevo contexto, los bancos han tenido que enfrentarse a un aumento de las presiones competitivas de los mercados, de sus homólogos

y de toda una multitud de otros competidores, tanto extranjeros como operadores a través de Internet. Muchos bancos han revisado, en consecuencia, sus estrategias de crecimiento, al tiempo que han hecho planes para llevar a cabo una racionalización interna e iniciar procesos de fusión con otros bancos.

En muchos países, las crisis financieras anteriores habían hecho necesaria una reestructuración bancaria aún mayor. Como consecuencia de ello, en una gran parte de América Latina, pero sobre todo en Brasil, el sector bancario se fortaleció considerablemente el año pasado. Sin embargo, y a pesar del notable aumento de la penetración extranjera, México constituyó una clara excepción, ya que las deficiencias legales y judiciales continuaron constituyendo un obstáculo para que se materializara el derecho de los acreedores a hacer efectivas sus garantías. En Asia, se han registrado notables progresos en algunos países, especialmente en Corea y Malasia, pero menos en otros, debido en cierta medida a que ha sido necesario acometer la tarea de reestructurar las empresas al mismo tiempo que la reestructuración bancaria, lo que ha supuesto una considerable complicación. Por lo que se refiere a la reestructuración de los bancos en China, sigue siendo difícil evaluar los recientes acontecimientos. En Japón, el hecho de que la prima bancaria casi haya desaparecido parece indicar la confianza de los agentes en la solvencia subyacente del sistema, gracias a las continuas fusiones y a la inyección de capital público. Sin embargo, el crecimiento del crédito ha seguido sin recuperarse.

Ante la sucesión de crisis financieras internacionales desde 1994, las autoridades del sector público tanto de los países industrializados como de los mercados emergentes han dedicado más atención a la adopción de medidas de prevención, gestión y resolución de las crisis. Aunque se han logrado notables progresos en algunas áreas, muchos participantes en el proceso también han señalado la proliferación de grupos de trabajo y la aparente falta de coherencia entre ellos. Para evaluar los resultados de sus tres primeras reuniones, parece probable que el recién creado Foro sobre la Estabilidad Financiera constituirá un medio eficaz para resolver los traslapes y las lagunas existentes en esta área, así como para ofrecer orientaciones útiles sobre la forma de llevar a la práctica las recomendaciones. Esta última tarea constituye un reto enorme y fundamental para la comunidad internacional.

En el campo de la prevención de las crisis, los grupos de expertos nacionales han continuado reuniéndose, muchos de ellos en el BPI, donde su atención se ha centrado cada vez más en la elaboración o la revisión de códigos de buenas prácticas en la conducta financiera. Los trabajos realizados por todos los comités radicados en Basilea se describen detalladamente en el capítulo dedicado a las actividades del Banco. Al margen de las declaraciones de principios, se han realizado progresos especiales en la aplicación de los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, gracias a los esfuerzos de colaboración del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y su Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos. El FMI y el Banco Mundial, que iniciaron un ambicioso programa piloto para evaluar la estabilidad financiera en el marco de las consultas previstas en el Artículo IV, también han realizado algunas aportaciones clave. Por lo que respecta a la gestión de la crisis, el debate

ha girado en torno a la disyuntiva entre la provisión de liquidez para apoyar a los Estados en dificultades, por una parte, y el problema del riesgo moral, por otra. Los debates sobre la forma de conciliar un marco de normas con el ejercicio de la discreción, así como sobre las implicaciones para los términos y las condiciones de los préstamos del FMI, han servido para poner de relieve las continuas diferencias de opinión sobre los procedimientos que deben adoptarse.

También se han realizado algunos progresos en el área de la resolución de las crisis. Alentados por el FMI, algunos países pequeños han negociado tanto una reestructuración como una reducción del valor de sus bonos internacionales, sin producir ningún efecto adverso evidente en el costo de ese crédito para otros prestatarios emergentes. Por otra parte, reconociendo que los titulares de bonos son unos acreedores cada vez más importantes, Canadá, Alemania y el Reino Unido han adoptado varias medidas para fomentar el uso de las cláusulas de acción colectiva en los nuevos contratos de bonos. Por último, se han tomado nuevas medidas renuentes para reducir la carga de la deuda de ciertos países de entre los más pobres del mundo, algunos de los cuales también habían padecido catástrofes naturales. Sin embargo, la cuestión de la reducción de la carga de la deuda suscita poderosos factores emocionales, por lo que el proceso internacional de forjar un acuerdo ha sido dolorosamente lento. En esta como en otras áreas, es necesario realizar mayores progresos, siguiendo quizá las indicaciones sugeridas en las conclusiones de este informe anual.

II. Evolución de la situación en los países industrializados

Aspectos más destacados

El crecimiento de la producción en los países industrializados se recuperó el año pasado de la recesión de 1997–98, gracias al continuo y elevado crecimiento de la demanda interna de Estados Unidos y al progresivo fortalecimiento de los países de la zona del euro. Japón constituyó una excepción a esta tendencia: tras la imprevista recuperación registrada en el primer semestre de 1999, su producción disminuyó durante el segundo, situándose al final del año en el mismo nivel que en 1998.

Aunque en los países que se encontraban en la posición más avanzada del ciclo la economía se hallaba el año pasado en un nivel cercano o superior al de plena capacidad y los precios de la energía experimentaron una enorme subida, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron siendo moderados, en parte debido a los efectos de la creciente competencia existente en los mercados mundiales de bienes, que impidieron que las empresas traspasaran la subida de los costos de los factores a los precios finales. Otro de los motivos por los que la inflación continuó siendo baja fue la desaceleración del crecimiento medio de los costos laborales unitarios, como consecuencia de la moderación de los salarios nominales y del mayor crecimiento de la productividad. Este último fue especialmente notable en Estados Unidos, donde el crecimiento de la producción por hora aumentó en el sector no agrícola hasta situarse en un 4¹/₄%, la tasa más alta de los últimos 35 años.

La tasa de crecimiento efectivo de la producción fue inferior a la potencial en casi todos los demás países, y los indicadores habituales de la atonía de la producción aumentaron. No obstante, las tasas de desempleo descendieron en general, en claro contraste con las pautas históricas. Donde más bajaron fue en los países de la zona del euro, confirmando la impresión de que la moderación salarial y la adopción de medidas para flexibilizar en mayor grado los mercados laborales podrían estar reduciendo gradualmente el desempleo estructural, aunque también caben otras explicaciones.

El año pasado también fue testigo de un nuevo aumento de los desequilibrios financieros internos y externos, sobre todo en Estados Unidos y Japón. Impulsado por el incremento de la riqueza y el aumento paralelo del endeudamiento del sector privado, el crecimiento de la demanda interna estadounidense fue muy superior al de la producción real, lo cual provocó un aumento aún mayor del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. En Japón, por el contrario, la propensión del sector privado a gastar disminuyó aún más, y el intento del gobierno de reactivar el crecimiento económico por medio de estímulos fiscales sólo surtió

efecto temporalmente. En consecuencia, el déficit presupuestario de las administraciones públicas se elevó de nuevo y la relación entre la deuda y el PIB continuó creciendo a un ritmo elevado.

A pesar del nuevo aumento del déficit por cuenta corriente, el dólar estadounidense se mantuvo bastante estable en términos efectivos el año pasado, toda vez que las entradas netas de capitales a largo plazo en Estados Unidos contrarrestaron en gran parte el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. En los países de la zona del euro, sin embargo, las salidas netas a largo plazo fueron muy superiores al superávit por cuenta corriente, mientras que en Japón los anuncios de reestructuración de las empresas, unidos a las medidas de liberalización, provocaron un considerable aumento de las entradas de inversión extranjera directa (IED) y de inversión de cartera, que contribuyeron a las presiones al alza sobre los precios de las acciones japonesas.

Evolución macroeconómica en 1999

A medida que transcurría 1999 y desaparecían los efectos de los acontecimientos que rodearon a la moratoria de la deuda rusa, mejoraron gradualmente las perspectivas de crecimiento de la producción en los países industrializados y en la economía mundial (cuadro II.1). Por tercer año consecutivo, el crecimiento efectivo en Estados Unidos fue significativamente superior a las previsiones (gráfico II.1). En los demás países que se encontraban en la fase más avanzada del ciclo económico (Canadá, Australia y el Reino Unido), el crecimiento también fue mayor de lo previsto. Aunque las predicciones para los países de la zona del euro se cumplieron más o menos en promedio, este resultado puede atribuirse sobre todo a que se compensaron los errores de predicción de los diferentes países, lo que ocultó la existencia de una creciente divergencia entre ellos. Concretamente, las economías de la zona del euro que ya se encontraban en una fase avanzada del ciclo (Irlanda, España

Las perspectivas de la producción mejoraron

Predicciones y resultados para 1999 ¹						
	PIB real		Precios de consumo		Cuenta corriente	
	Predicción	Resultado	Predicción	Resultado	Predicción	Resultado
	Variaciones porcentuales anuales				En miles de millones de dólares de EE.UU.	
Norteamérica	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europa occidental	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Zona del euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Países asiáticos del Pacífico	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
América Latina	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europa oriental	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Otros países	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Total	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

¹ Cifras publicadas en diciembre de 1998 (predicciones) y abril de 2000 (resultados).

Fuente: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*.

Cuadro II.1

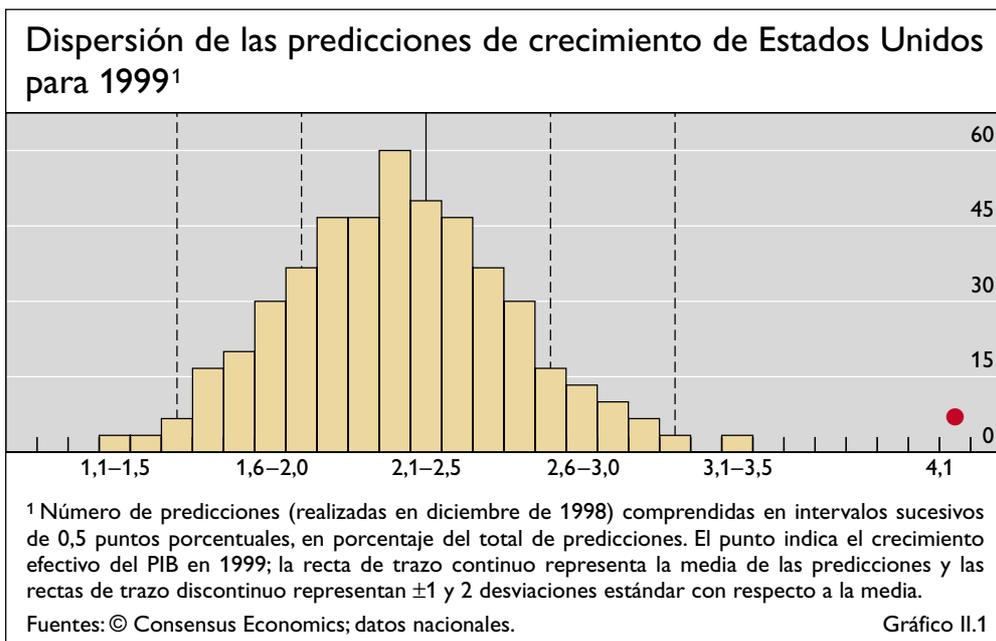
y los Países Bajos) crecieron a un ritmo mayor del previsto, mientras que la recuperación de las que se hallaban en una fase más rezagada (Alemania e Italia) tardó en materializarse más de lo esperado. La evolución de la región asiática del Pacífico también contribuyó a la mejora de la demanda mundial. Japón no experimentó la disminución prevista de la producción, mientras que las economías asiáticas emergentes afectadas por la crisis se recuperaron mucho más deprisa de lo previsto (véase el capítulo III).

A pesar de la mejora en el crecimiento de la producción, de la subida inesperadamente grande de los precios del petróleo y de la energía, así como de políticas relativamente acomodaticias, la inflación medida por el IPC correspondió más o menos a las predicciones el año pasado, lo cual induce a pensar que las fuerzas desinflacionarias subyacentes fueron más fuertes de lo que pensaba la mayoría de los analistas. Las presiones competitivas existentes en los mercados mundiales de bienes y la correspondiente disminución del poder de fijación de los precios de las empresas fueron algunos de los factores principales que explican este favorable resultado. La continua moderación salarial y la recuperación del crecimiento de la productividad en algunos de los países con un crecimiento más rápido también fueron importantes, mientras que el papel de las variaciones de los tipos de cambio sigue siendo incierto. Por una parte, el fortalecimiento del dólar de Estados Unidos frente al euro probablemente contribuyó a desplazar la demanda mundial a los países con un exceso de capacidad y una inflación relativamente baja. Por otra, la apreciación del yen actuó en sentido contrario, alejando la demanda mundial de un país que tenía un exceso de capacidad y una deflación de precios.

Dado que la convergencia de las tasas de crecimiento fue menor de lo previsto, la mayoría de los países que se encontraban en la fase más avanzada del ciclo vieron como aumentaban aún más sus desequilibrios externos. El superávit externo conjunto de los países asiáticos del Pacífico fue acorde con las predicciones, mientras que el superávit de Europa occidental disminuyó más

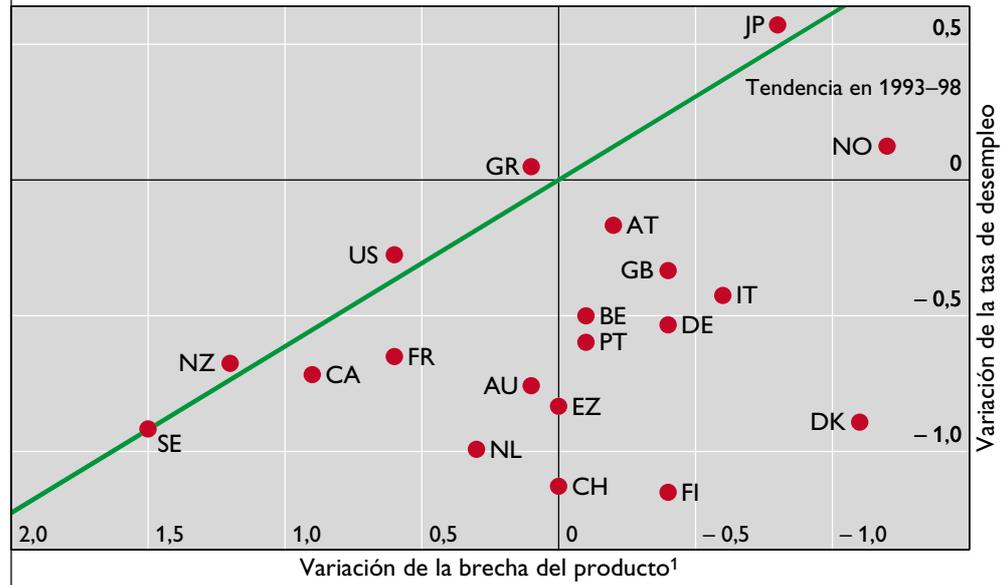
Fuerzas desinflacionarias más fuertes de lo previsto

Aumento de los desequilibrios externos e internos



Variaciones de las tasas de desempleo y de las brechas del producto

En el periodo 1998–99, en puntos porcentuales



AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelandia; PT = Portugal; SE = Suecia; US = Estados Unidos; EZ = zona del euro.

¹ La brecha del producto se ha expresado en porcentaje del PIB potencial (escala invertida).

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Gráfico II.2

de lo previsto, a pesar de la depreciación del euro. Sin embargo, tal y como parece indicar implícitamente la discrepancia entre los resultados mundiales y las predicciones del cuadro II.1, el déficit o discrepancia estadística mundial aumentó significativamente en 1999. Por otra parte, los datos agregados ocultan un empeoramiento de los desequilibrios en algunos países, en varios casos a un ritmo que parece insostenible. Así, el aumento gradual que experimentó el superávit externo de Japón hasta 1998 y la disminución registrada el pasado año podrían considerarse el resultado neto del creciente exceso de ahorro del sector privado y del déficit público, que está aumentando a un ritmo insostenible. De igual modo, el aumento del déficit externo de Estados Unidos se debe a los crecientes desequilibrios internos, pero de signo contrario, ya que el Estado está devolviendo su deuda, mientras que el sector privado contrae nueva deuda a un ritmo vertiginoso.

Paralelamente a la mejora de las perspectivas del crecimiento, los tipos de interés reales a largo plazo subieron el año pasado, alcanzando en algunos casos unos niveles superiores a su media histórica. Ahora bien, como estas subidas fueron en parte un ajuste para tener en cuenta las perspectivas de crecimiento más elevadas y, por lo tanto, una respuesta endógena a algunos de los factores que impulsan el proceso de crecimiento, su influencia moderadora en el aumento de la demanda interna no fue claramente evidente. Al permitir la entrada de inversión privada, la mejora que experimentaron los saldos presupuestarios el año pasado probablemente también produjo un efecto atenuante.

Subida de los tipos de interés reales sin apenas producir un efecto moderador

A pesar de la mejora que experimentó la situación económica en el curso de 1999, el crecimiento efectivo fue inferior al potencial en la mayoría de los países y, por lo tanto, no lo suficientemente alto como para impedir que aumentara la brecha total del producto. Aun así, el desempleo disminuyó, confirmando la idea de que las medidas tomadas en el mercado de trabajo y la moderación de los salarios reales influyeron de manera favorable en la demanda de trabajo. Esta disminución fue especialmente destacada en los países de la zona del euro, en los que la tasa agregada de desempleo disminuyó casi 1 punto porcentual, mientras que la tendencia observada en el periodo 1993–98 habría inducido a pensar que no se produciría ningún cambio (gráfico II.2). Este resultado aparentemente favorable también podría deberse a factores menos positivos, como el trabajo a tiempo parcial involuntario, la disminución del crecimiento de la población activa y la desaceleración de los aumentos de la productividad (véase más adelante).

Respuesta del desempleo a la moderación salarial y a las medidas tomadas en el mercado de trabajo

Evolución de la situación en los distintos países

A principios de este año, la economía de *Estados Unidos* registró su 107º mes de crecimiento ininterrumpido, lo que convierte la expansión actual en la más larga desde la Segunda Guerra Mundial (cuadro II.2). Sin embargo, como consecuencia de los “vientos en contra” que soplaron a principios de la década de 1990, no ha sido ésta la expansión con la tasa más alta de crecimiento; incluso en los últimos cuatro años, el crecimiento medio sólo ha

La expansión de Estados Unidos ha sido la más larga desde la Segunda Guerra Mundial ...

Expansión de Estados Unidos desde una perspectiva histórica				
	1T 1961–3T 1969	1T 1983–2T 1990	2T 1991–4T 1999	4T 1995–4T 1999
Volumen de PIB ¹	5,0	4,3	3,6	4,4
Desviación estándar ²	2,0	1,7	1,3	0,7
Empleo ¹	2,1	2,5	1,5	1,7
Productividad ¹	2,9	1,7	2,1	2,6
Tasa de desempleo ³	4,7	6,8	5,8	4,8
Deflactor del PIB ¹	2,6	3,3	1,9	1,6
Desviación estándar ²	1,3	0,6	0,6	0,4
Tasa de ahorro de los hogares ³	8,4	8,4	5,6	3,9
Precios de las acciones ^{1,4}	5,1	12,6	16,4	23,1
Tipo de interés a diez años ^{3,5}	4,7	9,6	6,4	5,9
Deuda/renta de los hogares ³	63,4	74,4	89,6	94,2
Deuda/producción de las empresas ^{3,6}	54,9	70,6	75,3	76,3
Beneficios de las sociedades/PIB ³	10,8	7,4	8,7	9,7
Inversión de las empresas/PIB ^{3,7}	13,4	14,6	15,6	17,3
Inversión en equipo/PIB ^{3,7}	3,4	6,0	8,3	9,7
Cuenta corriente/PIB ³	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

¹ Variaciones porcentuales anuales. ² De las variaciones entre un trimestre y el mismo trimestre del año anterior. ³ Media del periodo. ⁴ S&P 500. ⁵ Letras y bonos del Tesoro de Estados Unidos. ⁶ Empresas no financieras. ⁷ En volumen.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.2

sido igual que el de la expansión de los años 80 y muy inferior al de la expansión de la década de 1960. El ritmo de creación de empleo también ha sido menor que durante esas expansiones. Sin embargo, dado que la actual comenzó con un exceso relativamente pequeño de oferta en el mercado de trabajo, la tasa de desempleo ha sido permanentemente reducida y, a principios de este año, descendió al nivel más bajo registrado desde finales de 1969. Ahora bien, a diferencia de lo ocurrido ese año, en el que la tasa de inflación alcanzó el 6%, el año pasado el IPC (excluidos los precios de la energía y los volátiles precios de los alimentos) tan sólo subió un 2%.

... gracias a la
baja y estable
inflación ...

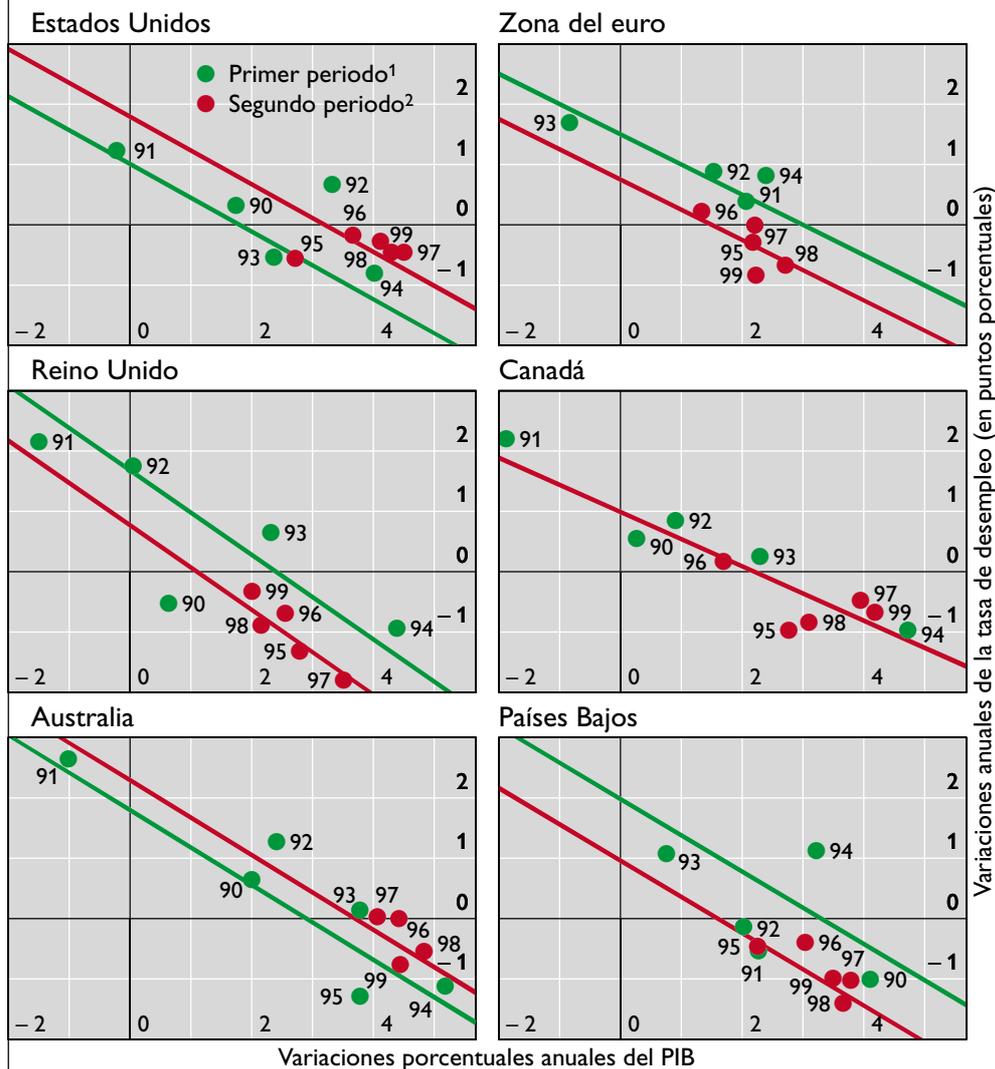
Una característica clave que distingue la expansión actual de las anteriores de parecida duración es el hecho de que la inflación ha descendido en lugar de aumentar. Al permitir que las medidas económicas continuaran siendo acomodaticias, la baja inflación ha sido uno de los principales factores que ha contribuido a prolongar la recuperación. La variabilidad de la inflación también ha sido escasa, lo cual probablemente ha reducido la incertidumbre, ha mejorado la capacidad de las variaciones de los precios relativos para transmitir señales y, por lo tanto, ha facilitado a las empresas el ajuste de la producción a la demanda. De hecho, una importante característica del ciclo actual ha sido la notable disminución de la relación entre las existencias y las ventas, así como de la amplitud del ciclo de las existencias, factores ambos que han ayudado a las empresas a recortar los costos y han reducido la variabilidad del crecimiento del PIB.

... y a la aceleración
del crecimiento
de la productividad

Esta mejora de los resultados no ha sido enteramente exógena, pero puede atribuirse en gran medida a la inversión en equipos de tecnología de la información y a la aplicación de nuevas tecnologías en toda la cadena de producción y distribución. Como muestra el cuadro II.2, la relación entre la inversión en equipo y el PIB, de un 8¹/₄%, ha sido significativamente más alta que en las expansiones anteriores. Por otra parte, hasta ahora apenas hay indicios de que vaya a cesar el auge de la inversión, ya que la relación entre la inversión en equipo y el PIB superó el 11% a finales del año pasado. Una consecuencia fundamental de las nuevas tecnologías y del aumento de la intensidad de capital en la economía de Estados Unidos ha sido la notable recuperación del crecimiento de la productividad del trabajo y de la tasa de crecimiento potencial del conjunto de la economía. De hecho, el crecimiento de la productividad del sector no agrícola alcanzó el 4¹/₄% el año pasado, lo que contribuyó a frenar los costos laborales unitarios y la inflación global de los precios. El aumento que experimentaron la relación capital/trabajo y el crecimiento de la productividad del trabajo durante la segunda mitad de los años 90 también han tenido otra consecuencia: según las estimaciones, la tasa de crecimiento de la producción compatible con una tasa estable de desempleo ha aumentado de algo menos de un 2% a un 3¹/₄% durante dicha década (gráfico II.3).

La contribución del Estado ha sido diferente a la de ciclos anteriores. En primer lugar, el crecimiento del gasto público ha sido menor que en la década de 1960, durante la cual fue la principal causa del recalentamiento. Segundo, los aumentos imprevistos de los ingresos (generados en parte por los impuestos sobre las ganancias de capital) y los intentos de reducir el gasto

Crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo durante el ciclo reciente



Nota: Las líneas rectas se han obtenido estimando una regresión de las variaciones trimestrales de la tasa de desempleo con respecto a una constante y a las variaciones actuales y retardadas de los logaritmos del PIB trimestral, permitiendo una variación del valor tomado por la constante entre los dos periodos. Un desplazamiento descendente (ascendente) de la línea recta indica que se necesita un crecimiento menor (mayor) para mantener constante la tasa de desempleo. En el caso de Canadá, el valor estimado de la constante no ha variado.

¹ 1T 1990–4T 1994 (en el caso de Australia, hasta 4T 1995). ² 1T 1995–4T 1999 (en el caso de Australia, desde 1T 1996).

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico II.3

han provocado un creciente exceso de ahorro, lo que ha permitido al Estado reducir su endeudamiento y “atraer” gasto de inversión privada. Y en tercer lugar, la reducción de los tipos medios y marginales del impuesto sobre la renta y la sustitución de las transferencias a las personas de renta baja por incentivos para reintegrarse en la población activa probablemente han contribuido al crecimiento de la población activa y han reducido las posibilidades de que surgieran excesos de demanda y presiones salariales.

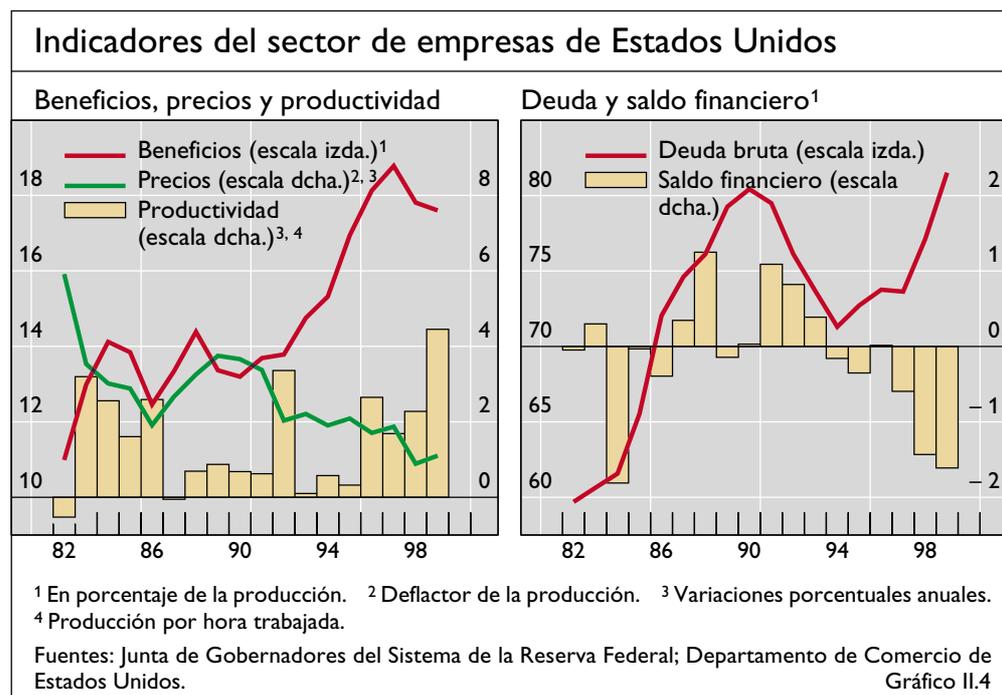
A pesar de su influencia positiva en la oferta, las nuevas tecnologías también han provocado desequilibrios y podrían acabar contribuyendo a

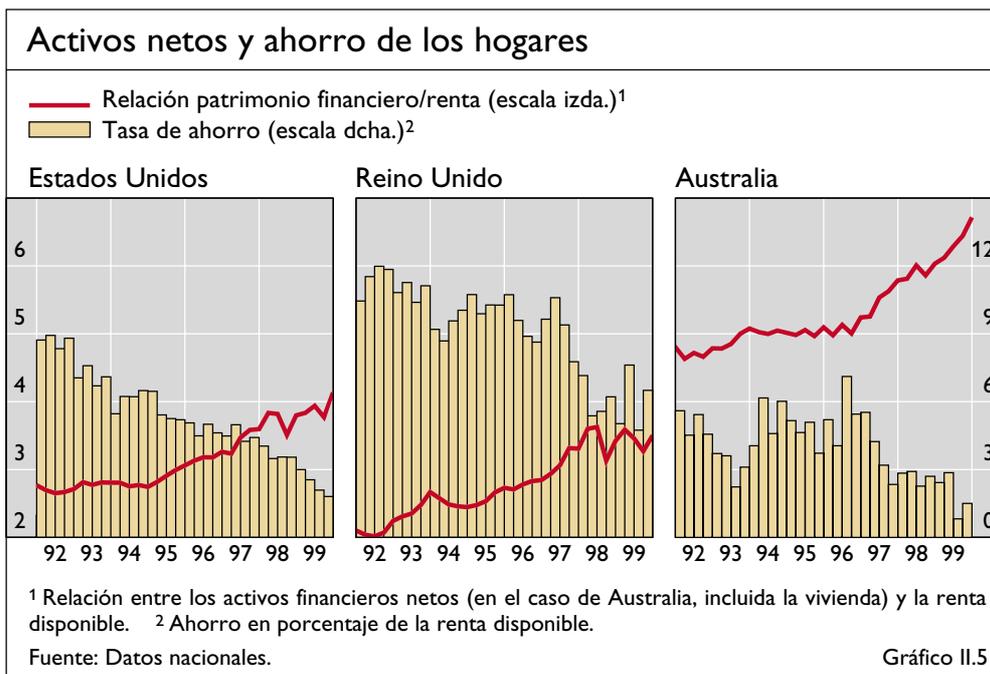
El exceso de ahorro público “atrae” inversión

Las nuevas tecnologías contribuyen a reducir los costos ...

... pero podrían reducir los márgenes de beneficios

aumentar la volatilidad del ciclo económico. En primer lugar, los sectores de alta tecnología, que representan una creciente proporción de la producción en Estados Unidos, tienen una historia de ciclos volátiles y una enorme sensibilidad a las fluctuaciones de la demanda de sus productos. En segundo lugar, y en lo que concierne a los usuarios, las nuevas tecnologías y las presiones para recortar los costos han animado a las empresas a reducir considerablemente las existencias y otras reservas para imprevistos. Aunque las nuevas tecnologías también han mejorado la capacidad de las empresas para gestionar eficazmente las existencias, es posible que haya aumentado su vulnerabilidad a las perturbaciones de la oferta y de la demanda. Por consiguiente, la disminución de la variabilidad del crecimiento del PIB no sólo se debe a nuevas inversiones y a la aplicación de nuevas tecnologías, sino que tal vez se haya convertido en una condición necesaria para que continúen siendo rentables. En tercer lugar, dado que las nuevas tecnologías e Internet han reforzado las presiones competitivas en los mercados mayoristas y minoristas y han reducido el poder que tienen las empresas para fijar los precios, los márgenes de beneficios y la participación de los beneficios están sujetos a una presión creciente a la baja. Los beneficios también están disminuyendo a causa de las crecientes amortizaciones, como consecuencia de la corta duración de las inversiones recientes en equipos. Por ejemplo, durante los últimos tres años, la aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo ha ido acompañada, de hecho, de una disminución de las participaciones de los beneficios, a diferencia de lo ocurrido en los periodos anteriores, en los que la correlación fue positiva (gráfico II.4). En suma, el gasto de inversión no sólo contiene una creciente proporción de inversión de reposición, sino que, además, está siendo financiado cada vez más por las empresas contrayendo nuevas deudas.





Por último, existen indicios de que los precios de las acciones y el patrimonio financiero de los hogares han aumentado alrededor del 3¹/₄%, más de lo que puede justificar el aumento del crecimiento potencial, lo cual implica que la aceleración del crecimiento de la productividad ha tenido mayores efectos en la demanda que en la oferta. Este hecho se observa no sólo en la creciente diferencia entre la demanda efectiva y la producción potencial, sino también y, quizá, sobre todo en el acusado aumento de la relación entre el patrimonio financiero neto de los hogares y su renta disponible (gráfico II.5), así como en la influencia de los incrementos patrimoniales en el gasto de los hogares. Aunque sólo se hubiera gastado el 4% de los incrementos patrimoniales a corto plazo, la subida de los precios de las acciones explicaría entre el 20% y el 25% del aumento que ha experimentado el consumo en los últimos cinco años (cuadro II.3).

Algunos de los acontecimientos más arriba analizados también pueden observarse en los restantes países de habla inglesa que se encontraban en la posición más avanzada del ciclo (el Reino Unido, Canadá y Australia). Estos tres países se habían aproximado al nivel de plena capacidad o lo habían sobrepasado y vieron cómo las tasas de desempleo alcanzaban su nivel más bajo desde hacía 10 a 20 años. Sin embargo, las causas del crecimiento fueron distintas en los tres países. Canadá se benefició de una subida de los precios de los productos básicos que exporta y del auge de las exportaciones a Estados Unidos, mientras que la demanda interna se recuperó posteriormente. En Australia, la causa principal del crecimiento fue el gasto de los hogares, mientras que la inversión se desaceleró y los ingresos por exportaciones disminuyeron, debido en parte a que en Australia los productos básicos cuyos precios bajaron durante el primer semestre del año tienen un peso relativamente grande en las exportaciones. En el Reino Unido, el modesto crecimiento anual del PIB fue el resultado neto de tendencias contrapuestas.

Riesgo de exceso de demanda debido a los incrementos patrimoniales

La evolución ha sido similar en otros países de habla inglesa...

En primer lugar, a un primer semestre débil siguió un segundo fuerte, debido a los efectos retardados de la suavización de la política monetaria en respuesta a la disminución de la inflación. Segundo, ha surgido una clara dicotomía entre, por una parte, los sectores orientados hacia la economía interna que están beneficiándose del descenso de los precios de importación y de los grandes incrementos patrimoniales y, por otra, los sectores expuestos a las presiones competitivas relacionadas con la fortaleza de la moneda y, durante una parte del año, con el débil crecimiento del mercado de exportaciones.

... incluido un bajo ahorro ...

En estos tres países, el ahorro de los hogares también ha descendido a niveles que, no sólo son bajos desde un punto de vista histórico, sino también significativamente inferiores a los de otros países industrializados, salvo Estados Unidos. Parece que una de las principales razones es el mencionado incremento del patrimonio financiero neto, que en el Reino Unido y Australia se ha visto reforzado por la subida de los precios de la vivienda y por un aumento de los créditos hipotecarios superior al que podría explicar la inversión en vivienda. En Canadá, la tasa de ahorro de los hogares incluso descendió el año pasado a un 1%, al sobrepasar la relación entre la deuda y la renta el nivel del 100%.

... mientras que la evolución de la productividad ha sido diferente

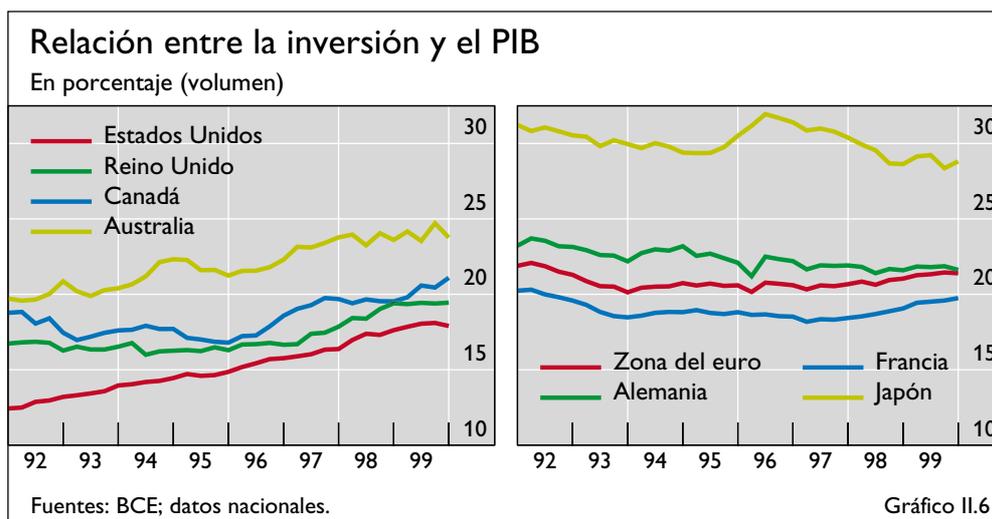
La evolución de la inversión empresarial y su influencia en el crecimiento potencial y en la productividad del trabajo parece que es diferente en los tres países. Mientras que la relación entre la inversión y el PIB ha aumentado en los tres desde 1995 aproximadamente (gráfico II.6), Australia es el único país en el que el crecimiento de la productividad ha experimentado un aumento significativo. Con la excepción de Estados Unidos, Australia también es el único país en el que parece haberse elevado la tasa de crecimiento del PIB compatible con un desempleo estable. Aunque hay indicios de que el crecimiento de la productividad ha aumentado en Canadá desde mediados de 1998, el aumento ha sido demasiado pequeño y demasiado tardío para influir en la relación calculada entre el crecimiento del PIB y el desempleo. Por lo que se refiere al Reino Unido, el panorama es aún más variado. Ante la acusada apreciación de la libra, las empresas manufactureras han conseguido elevar la productividad lo suficiente como para mantener el crecimiento de

Elasticidades estimadas del consumo con respecto a la renta y a la riqueza						
	Elasticidades de la renta ¹		Elasticidades de la riqueza ^{1,2}		Contribuciones ³	
	A corto plazo	A largo plazo	A corto plazo	A largo plazo	Renta	Riqueza
Estados Unidos	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Reino Unido	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australia	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

¹ Las elasticidades se han obtenido estimando una regresión del gasto de los hogares con respecto a la renta disponible y a la riqueza neta del sector de los hogares, respectivamente, utilizando un modelo de corrección de errores con datos trimestrales; Estados Unidos: 1T 1960–4T 1999; Reino Unido: 1T 1980–4T 1999; Australia: 1T 1977–4T 1999. ² Estados Unidos y Reino Unido: patrimonio financiero solamente; Australia: incluida la vivienda. ³ Contribuciones (en porcentaje) al crecimiento del consumo durante 4T 1994–4T 1999, utilizando las elasticidades a largo plazo. Durante este periodo, el consumo real aumentó un 22% en Estados Unidos y Australia y un 18% en el Reino Unido.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.3



sus exportaciones sin reducir sus márgenes de beneficios. En cambio, la productividad medida apenas ha cambiado en el sector de los servicios y, como consecuencia de diversas medidas relacionadas con el mercado de trabajo y del notable aumento de la proporción de trabajadores a tiempo parcial, actualmente es necesario un bajo crecimiento para mantener estable el desempleo.

En *Nueva Zelandia*, aunque la demanda interna se recuperó notablemente el año pasado, el crecimiento de la producción continuó siendo más bajo que en casi todos los demás países de habla inglesa. La sequía redujo la producción en los sectores primarios, los precios de los principales productos básicos de exportación siguieron siendo bajos y el gran aumento de la demanda de importaciones se tradujo en una contribución negativa del sector de comercio exterior al crecimiento y en un aumento del déficit externo, que alcanzó una cifra de alrededor del 8% del PIB.

En *Japón*, el crecimiento sólo fue positivo en el primer semestre de 1999, durante el cual los efectos del programa de medidas fiscales expansivas adoptado a finales de 1998 se vieron reforzados por una recuperación imprevista del gasto de los hogares. Durante el segundo semestre, reapareció la debilidad de la demanda privada, al aumentar el ahorro de los hogares, disminuir aún más la inversión empresarial fija y desvanecerse gradualmente el estímulo procedente de las medidas fiscales tomadas anteriormente. Pero la contribución de las exportaciones netas mejoró lentamente, a pesar de la apreciación del yen.

Los acontecimientos del pasado año deben analizarse a la luz de los problemas estructurales que tiene la economía japonesa. Uno de ellos, que influyó poderosamente en los acontecimientos de 1997–98, fue la débil posición financiera de los bancos y el hecho de que no pudieran (o no quisieran) conceder préstamos. Este problema parece que se ha resuelto en mayor o menor grado por medio de un programa de recapitalización financiado por el Estado, que, junto con el incremento de los beneficios, ha permitido a los bancos cancelar una gran cantidad de los préstamos improductivos. No obstante, el crédito bancario sigue disminuyendo a causa tanto de la falta de

La recesión de Japón se debe a los efectos de ...

... la persistente debilidad del sector financiero ...

demanda, ya que las grandes empresas prefieren amortizar su deuda bancaria y/o financiarse en el mercado de capitales, como de la adopción de criterios más estrictos para conceder préstamos a las pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, la continua exposición de los bancos al descenso de los precios de la propiedad inmobiliaria podría exigir nuevas cancelaciones (véase también el capítulo IV).

... y la reestructuración de las empresas

El segundo problema se deriva de la reestructuración llevada a cabo en las empresas para mejorar el rendimiento del capital. Las empresas han intentado como primera medida reducir su exceso de capacidad, lo que contribuyó a la disminución de la inversión empresarial fija el año pasado. Sin embargo, dado que no parece posible que mejore significativamente el rendimiento sin un considerable descenso de la participación del trabajo en la renta, las empresas también han anunciado planes para reducir el empleo. Aunque la aplicación de estos planes probablemente llevará algún tiempo —hasta ahora sus efectos se observan sobre todo en la reducción de las horas extraordinarias y del número de contrataciones—, parece que su anuncio ha mermado la confianza y el gasto de los consumidores.

El notable aumento del ahorro privado ...

De hecho, el bajo gasto y el consiguiente exceso de ahorro privado quizá constituyan el problema estructural más grave de la economía japonesa. Japón, a diferencia de los países de habla inglesa, ha visto como aumentaba gradualmente el ahorro privado desde finales de los años 80 y se aceleraba de manera clara a partir de 1997. Este aumento, unido a la disminución de la inversión empresarial y, más recientemente, a la recuperación de los beneficios empresariales y de los beneficios no distribuidos, ha elevado el superávit financiero neto del sector privado a más del 10% del PIB en 1999 y a cerca del 13% en el primer trimestre del año 2000.

... sólo es contrarrestado en parte por el estímulo fiscal

El gobierno japonés ha intentado contrarrestar el efecto negativo del desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado mediante un programa de medidas fiscales expansivas (dos de las cuales se pusieron en práctica el año pasado), que equivalen a aproximadamente la mitad del exceso acumulado de ahorro privado neto desde 1992. Para aumentar la demanda de construcción de viviendas y mejorar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los créditos, los estímulos se han complementado con diversos programas crediticios. Aunque éstos han contribuido a reactivar temporalmente la inversión en vivienda y a reducir el número de quiebras, parece que los efectos multiplicadores de los estímulos fiscales han disminuido de manera progresiva. Las administraciones locales, que padecen restricciones financieras, han tenido crecientes dificultades para tomar las medidas complementarias esperadas, y la eficiencia y la utilidad marginal de los proyectos públicos de inversión parecen haber disminuido, al igual que el número de proyectos llevados a cabo. Sin embargo, el hecho de que la actividad económica haya decrecido en los periodos sin estímulos fiscales demuestra que, sin estas medidas, la caída de la actividad económica habría sido mucho mayor.

Aumento insostenible de la deuda pública

Dado que los estímulos fiscales no han conseguido una recuperación duradera de la demanda privada y que los ingresos fiscales han disminuido en relación con el PIB, la relación entre la deuda pública neta y el PIB se encuentra actualmente en una senda ascendente insostenible, aun cuando su nivel siga

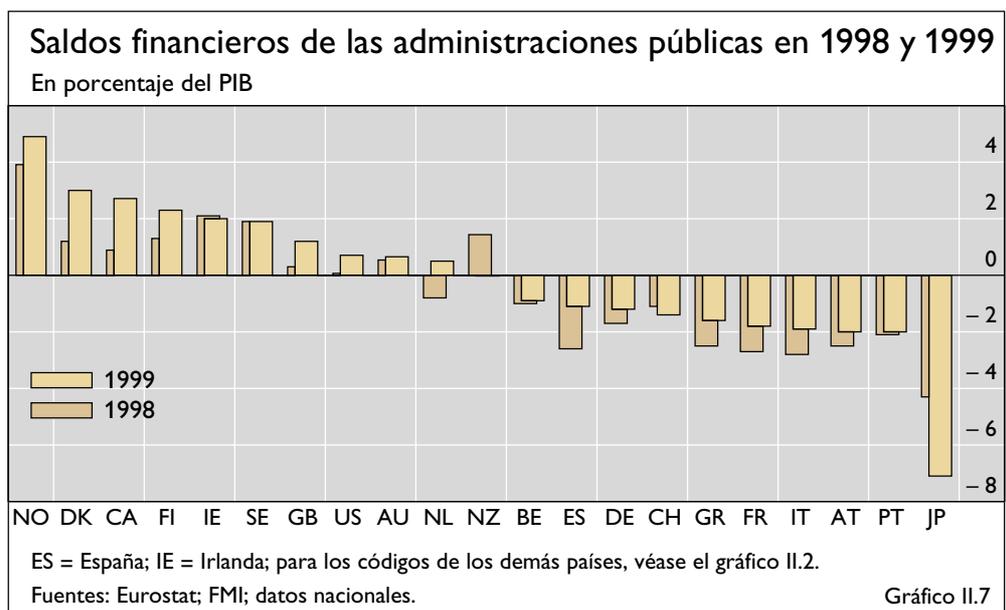
siendo bajo en comparación con el de otros países. El saldo presupuestario primario tuvo un déficit el año pasado y dado que el tipo de interés implícito de la deuda fue significativamente superior al crecimiento del PIB nominal, a finales de año la deuda neta había sobrepasado el 37% del PIB (mientras que en 1998 representaba algo menos del 30%) y la deuda bruta había alcanzado el 105%. Por otra parte, según las predicciones actuales, las relaciones serían cercanas al 45% y 115%, respectivamente, a finales del año 2000.

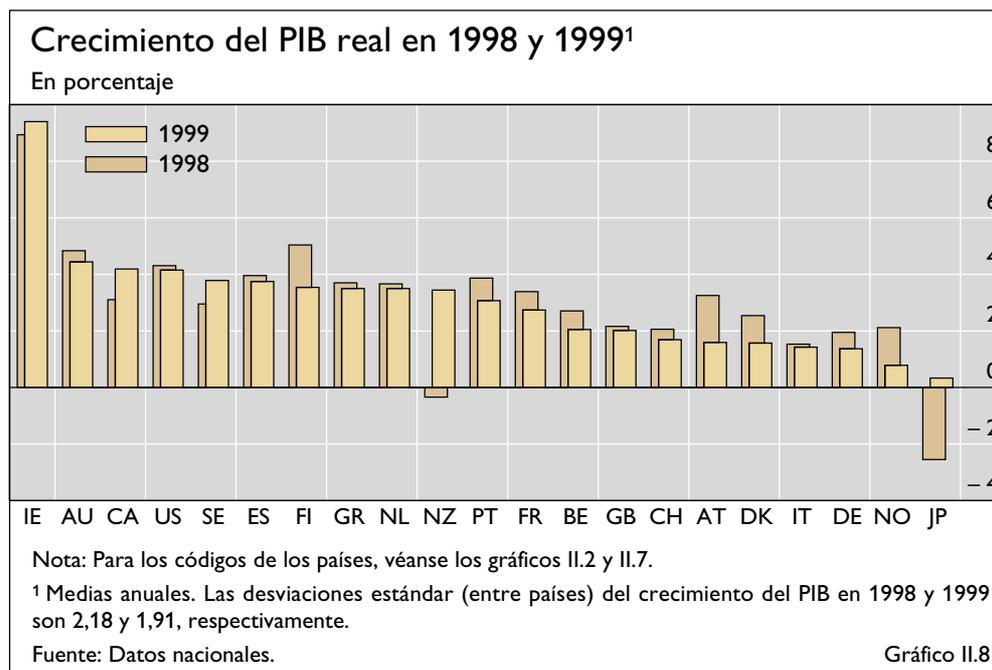
En los países de la zona del euro, los desequilibrios financieros internos y externos fueron bastante modestos el año pasado (gráfico II.13). El déficit presupuestario de la zona del euro se redujo a un 1¼% del PIB (gráfico II.7), debido en parte a una disminución de los intereses pagados por la deuda, pero también a un aumento imprevisto de los ingresos. Aunque estas mejoras parece que no han tenido relación con la fase actual del ciclo, existe una correlación positiva significativa en los países de la zona del euro entre los déficit presupuestarios y las brechas del producto; las mayores desviaciones se observan en los países con unos desequilibrios estructurales relativamente grandes (Austria y Finlandia). Sin embargo, en 1999 disminuyeron, en general, al igual que la relación entre la deuda bruta y el PIB, por lo que el principal desequilibrio se encontraba en el mercado de trabajo, en el cual la tasa de desempleo, a pesar de haber descendido significativamente en los últimos dos años, aún era en promedio del 10%.

Aunque la tasa media de crecimiento en la zona del euro fue más o menos acorde con las predicciones, la reducción esperada de las diferencias de crecimiento entre los distintos países no se materializó. De hecho, el año pasado las tasas de crecimiento oscilaron entre un máximo del 9,4% en Irlanda y un mínimo del 1,4% en Italia y Alemania (gráfico II.8). Dado que estas diferencias han persistido durante unos años, también existen grandes divergencias entre los países en lo que se refiere al exceso de capacidad y al desempleo. En Irlanda, con un crecimiento medio del PIB del 8¾% en los últimos cinco años, actualmente la producción efectiva es del orden de un 5%

Modestos desequilibrios en la zona del euro

Diferencias entre las tasas de crecimiento y entre los excesos de capacidad





superior a la producción potencial estimada. El PIB efectivo también es superior al potencial en los *Países Bajos*, si bien los progresos realizados en la flexibilización del mercado de trabajo han reducido el desempleo a un 2³/₄% solamente. Italia, en cambio, tiene la mayor brecha del producto (-3¹/₄%) de la zona del euro y una tasa de desempleo sólo superada por *España*.

Otra característica de la evolución de los países de la zona del euro el año pasado es el aumento del empleo en un 1¹/₂% y la disminución del desempleo, a pesar de que el crecimiento medio de la producción fue de un 2% solamente. Las estimaciones mostradas en el gráfico II.3 parecen indicar que en los últimos años el crecimiento de la producción necesario para mantener estable el desempleo ha sido menor que antes. Una de las razones podría consistir en que el desplazamiento gradual de la producción y del empleo hacia los sectores de servicios más intensivos en mano de obra ha reducido la productividad agregada del trabajo y, por lo tanto, el crecimiento de la producción necesario para mantener estable el desempleo. En segundo lugar, el hecho de que sea posible aminorar el desempleo aun cuando el crecimiento de la producción sea bajo, induce a pensar que se han realizado progresos en la flexibilización de los mercados laborales y en la reducción del desempleo estructural. El caso de los Países Bajos constituye un ejemplo especialmente notable a este respecto. Como muestra el gráfico II.3, la tasa de crecimiento de la producción necesaria para mantener estable el desempleo ha descendido significativamente y el cambio es atribuible en gran medida al fuerte aumento del número de trabajadores a tiempo parcial. No obstante, aunque estos resultados son positivos desde el punto de vista de la reducción del desempleo, también inducen a pensar que las relaciones relativamente altas entre la inversión y el PIB (gráfico II.6) de la zona del euro aún no se han traducido en un aumento del crecimiento de la productividad del trabajo inducido por la tecnología y en una mejora del rendimiento del capital.

Significativa mejora de la situación en el mercado de trabajo

El crecimiento de la producción se desaceleró considerablemente el año pasado en casi todos los demás países europeos. En *Dinamarca y Noruega*, la desaceleración puede atribuirse a la adopción de medidas más restrictivas, dado que tanto el crecimiento de la producción como la tasa de inflación estaban alejándose demasiado del ciclo europeo. En *Grecia*, el acontecimiento reciente más notable ha sido la disminución del crecimiento de los costos laborales unitarios, que han pasado de una tasa media de más del 10% durante el periodo 1990–97 al 6% en 1998 y al 2½% solamente el año pasado. Esta disminución puede atribuirse a la moderación salarial y al aumento de la productividad, y ha sido uno de los principales factores que han ayudado a Grecia a satisfacer los criterios para integrarse en la UME. En *Suiza*, el debilitamiento que experimentó la actividad económica el año pasado se debió principalmente a la desaceleración del crecimiento de la demanda interna, a pesar de las condiciones monetarias relativamente favorables y de la notable disminución del desempleo. *Suecia* fue la principal excepción a la desaceleración general observada en Europa. Su economía creció a un ritmo bastante lento hasta mediados de año, pero el giro posterior de la demanda externa elevó el crecimiento del PIB al 3½% en el conjunto del año.

Evolución en otros países europeos

La inflación y los mercados laborales

La inflación y los precios del petróleo

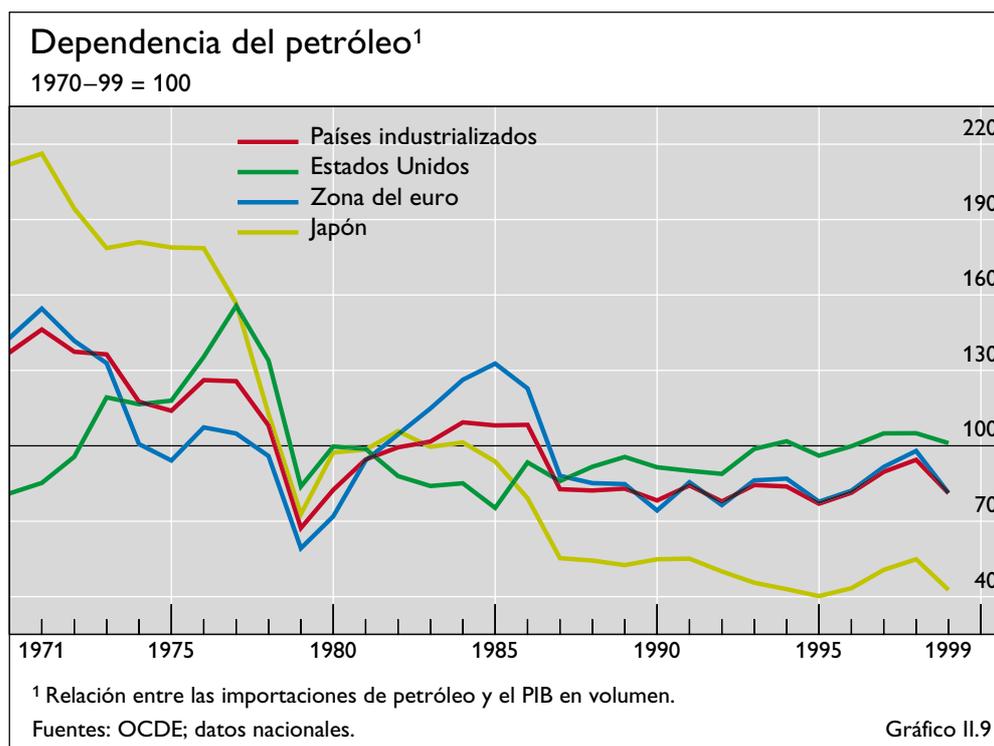
Mientras que en los últimos meses de 1999 las tasas anuales de inflación general se elevaron en promedio 0,4 puntos porcentuales con respecto a las del tercer trimestre, este aumento no significa necesariamente que haya concluido el periodo de inflación moderada de la década de 1990. Los aumentos fueron modestos en la mayoría de los países y se debieron principalmente a la acusada subida de los precios del petróleo. De hecho, el que no influyeran de manera significativa en las tasas de inflación subyacente induce a pensar que hasta ahora se mantienen las fuerzas desinflacionarias de los años 90.

La moderada repercusión de la subida de los precios del petróleo ...

Una de las posibles causas por las que la subida de los precios del petróleo sólo ha tenido una modesta repercusión en la inflación subyacente se halla en que esta subida no hace más que invertir los descensos anteriores, por lo que los precios reales se encuentran en un nivel más bajo que hace dos años. Así pues, es posible que a los usuarios no les haya resultado difícil adaptarse a los nuevos precios. En segundo lugar, el petróleo es menos importante que antes. Como consecuencia de los efectos de la innovación tecnológica, del desarrollo de otras fuentes de energía más baratas y de la adopción de una amplia variedad de medidas de ahorro de energía, el volumen de las importaciones de petróleo en relación con el PIB ha disminuido en los países industrializados desde los años 70 (gráfico II.9). El aumento del número de fuentes de energía, unido a la merma de la importancia del petróleo, reduce los efectos secundarios, toda vez que resulta más fácil para las empresas encontrar alternativas más baratas o absorber las variaciones de los precios en sus márgenes.

... se debe a los efectos del ahorro, de la tecnología ...

La tercera razón por la que la subida de los precios del petróleo no ha producido efectos-difusión reside en la influencia conjunta de las presiones



... de la
competencia y
de las condiciones
de demanda
agregada

competitivas, las condiciones de la demanda agregada y la política monetaria. En comparación con los periodos anteriores en los que los precios del petróleo experimentaron grandes subidas, la inflación es moderada en todo el mundo y son más los países con un exceso de capacidad. Además, el aumento de la competencia en los mercados (acelerado por la globalización y la liberalización), la resistencia de los consumidores y la adopción de medidas monetarias creíbles son factores a los que se ha atribuido la ruptura de las “viejas” pautas de la inflación. En estas condiciones, las empresas que suben sus precios no pueden esperar que sus competidores hagan lo mismo o que una devaluación de la moneda les permita volver a ser competitivas. Para evitar una pérdida de cuota de mercado, deben contrarrestar las subidas de los precios de un factor de producción con una reducción de otros costos o de los márgenes de beneficios. Así pues, el aumento de la competencia reduce los efectos de las subidas de los precios del petróleo.

En suma, hasta ahora parece que las fuerzas desinflacionarias de los años 90 han limitado la crisis del petróleo de 1999 a una modificación de los precios relativos sin desencadenar una inflación o la consiguiente recesión. Por otra parte, la favorable respuesta observada en 1999, unida al acuerdo de marzo de 2000 para suavizar las cuotas de producción anteriores, permite mostrarse optimista respecto a los efectos secundarios de los costos de la energía durante este año y el próximo.

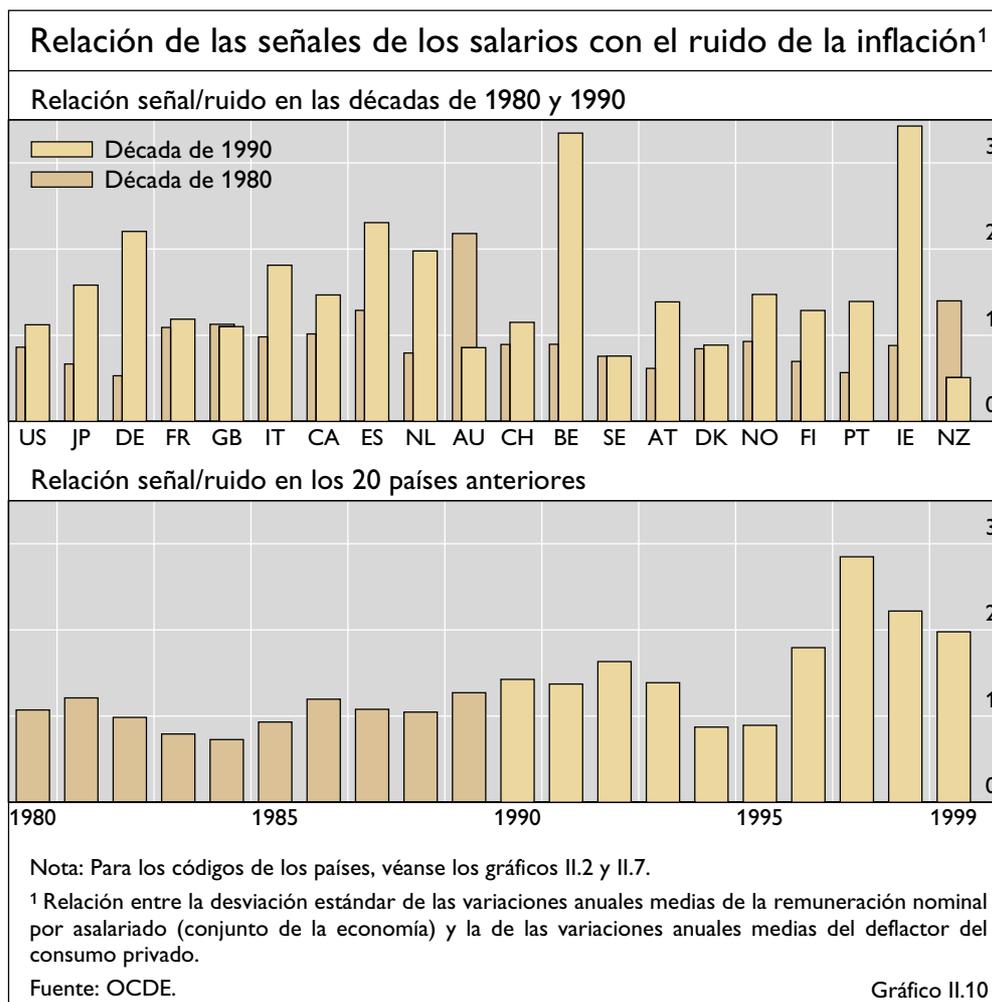
Los mercados laborales, la fijación de los salarios y el proceso de inflación

El aumento de la competencia mundial y los cambios tecnológicos no sólo han influido en la conducta de las empresas en la fijación de los salarios, sino que también han tenido consecuencias trascendentales para la formación de los salarios y para la interrelación de los salarios y los precios en los países

industrializados. La fijación de los salarios constituye un elemento fundamental del proceso de inflación, ya que los salarios son al mismo tiempo un importante determinante tanto de la renta nominal como de los costos de producción. Por lo tanto, las prácticas de fijación salarial pueden frenar o reforzar el establecimiento de una inflación baja y estable.

Una de las características de las condiciones que rigen la fijación de los salarios se debe al propio régimen de inflación. Los mercados laborales, al igual que otros mercados, funcionan más eficientemente cuando los participantes disponen de mejor información. Una de las ventajas directas de una inflación baja y estable estriba en que disminuye el ruido de fondo que ésta produce, lo que permite que las modificaciones de los salarios nominales reflejen mejor el crecimiento de los salarios reales y relativos, gracias a lo cual resulta más fácil para el mercado interpretar las señales y responder en consecuencia. Uno de los indicadores de la mayor claridad de las señales transmitidas por los salarios nominales es la relación entre la dispersión de las variaciones de los salarios y la dispersión de la inflación en el tiempo y en los distintos países. Un aumento de esta relación induce a pensar que las modificaciones de los salarios nominales traducen cada vez más las variaciones reales más que las variaciones de la inflación. Como muestra el gráfico II.10, la relación entre la dispersión de las variaciones salariales y la dispersión de las tasas de inflación aumentó

La baja inflación permite que sean más claras las señales de los salarios nominales ...



en la década de 1990 en 16 de los 20 países industrializados examinados en comparación con los años 80 (panel superior). Asimismo, la senda temporal de la relación en esos mismos 20 países (panel inferior) muestra una tendencia ascendente en las dos últimas décadas. Esta evolución permite a los empresarios y a los trabajadores distinguir más fácilmente las señales de los salarios reales del ruido de la inflación, y contribuye, por tanto, a dar unas indicaciones más precisas sobre la contratación, la formación y las carreras profesionales.

... mientras que la competencia hace más necesaria la flexibilidad

Otros dos factores que también influyen son la competencia mundial y las mejoras tecnológicas; estos dos elementos han elevado la presión para introducir innovaciones en los países industrializados. Si desean seguir siendo competitivos, los trabajadores y las empresas han de tener las cualificaciones, los incentivos y la flexibilidad necesarios para producir avances tecnológicos y explotarlos. De ahí que la gestión de los recursos humanos se considere cada vez más un aspecto clave de la competencia en todos los sectores, especialmente en los que está aumentando el comercio o la producción.

Es probable que la remuneración ligada al rendimiento ...

Uno de los aspectos fundamentales en la gestión de los recursos humanos es la política retributiva. Los países y las empresas que compiten entre sí ya se diferencian considerablemente en la forma en que fijan y ajustan los salarios y es probable que en la próxima década veamos enfoques aún más divergentes. En algunos países (sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido), las empresas ofrecen más incentivos, primas, participación en los beneficios y opciones de compra de acciones para aumentar los salarios y relacionar más la remuneración con la productividad del individuo y de la empresa. Aunque todavía es difícil disponer de indicadores generales sobre la importancia de estos componentes retributivos, los casos de los que se tiene conocimiento y las encuestas especiales coinciden en que en Estados Unidos la mayoría de los altos ejecutivos reciben una gran parte de su remuneración en forma de opciones de compra de acciones y en que los incentivos y las primas se han vuelto más habituales para los trabajadores de los niveles inferiores. Por otra parte, en las empresas de Alemania, Suiza y otros países está cada vez más extendida esta fórmula de las opciones para los altos ejecutivos.

... aumente la productividad y la sensibilidad cíclica de los salarios

Estas prácticas podrían incrementar la productividad y es probable que aumenten la sensibilidad de los salarios nominales al ciclo económico. Aunque la aceleración del crecimiento de la productividad y la subida de los salarios reales que ésta conlleva son claramente beneficiosos, el efecto de las mayores oscilaciones cíclicas de las ganancias salariales es ambiguo. Durante la próxima recesión, las reducciones salariales relacionadas con ella podrían acentuar la disminución del gasto de consumo, como ha ocurrido en Japón durante la década de 1990. Teniendo en cuenta el elevado endeudamiento de los hogares, este aspecto podría ser especialmente preocupante en los países de habla inglesa. Por otra parte, esas mismas reducciones de la remuneración también podrían salvar puestos de trabajo y mantener la confianza al permitir a los empresarios reducir los costos laborales sin recurrir a los despidos.

La UME, la negociación salarial y la inflación

En Europa, las instituciones de los mercados laborales y la unión monetaria se plantearán mutuamente retos especiales en los años venideros. La unión

monetaria puede provocar cambios en las estructuras de negociación y de fijación de los salarios, al tiempo que la evolución de los mercados de trabajo puede tener importantes consecuencias para la gestión de la política monetaria.

En Europa continental, los salarios se negocian normalmente a escala nacional, por ejemplo en Austria, Bélgica, Portugal y los países nórdicos, o en un nivel intermedio (sectores o ramas de actividad), como en Francia, Alemania, Italia, los Países Bajos y España. Normalmente, los acuerdos europeos establecen una subida del salario medio o del salario mínimo y otras condiciones de empleo de un gran segmento de la población trabajadora, mientras que hasta hace poco era infrecuente la negociación por plantas o por empresas, habitual en Estados Unidos.

¿Cómo afecta el nivel de negociación o su grado de coordinación a los resultados económicos? Se ha dicho frecuentemente que la negociación nacional o centralizada anima a los sindicatos y a los empresarios a llegar a acuerdos que tengan debidamente en cuenta sus efectos macroeconómicos y sus costos sociales (“internalización de las externalidades”). Parece que las partes comprenden que un acuerdo salarial superior al crecimiento medio de la productividad es contraproducente, ya que obliga a los empresarios a subir los precios, en detrimento del crecimiento de los salarios reales, o a reducir el empleo si las presiones competitivas impiden subir los precios. Además, las negociaciones centralizadas brindan a los gobiernos la oportunidad de influir directamente en el resultado, por ejemplo bajando los impuestos, como ha ocurrido en Irlanda y Finlandia a principios de este año. Por otra parte, al imponer unas subidas salariales uniformes para todos los puestos de trabajo y todos los sectores, las negociaciones centralizadas dificultan el ajuste de los salarios relativos, lo que, en un mercado de trabajo cambiante, aumenta las posibilidades de que surjan desajustes entre las cualificaciones demandadas y las ofrecidas y crezca el desempleo estructural.

Las negociaciones por empresas o descentralizadas rara vez internalizan las consecuencias de las subidas de los salarios, pero —y esto también es importante— la competencia existente en el mercado de productos limita el resultado. Por otra parte, ese tipo de negociación permite que los salarios relativos sean más flexibles con respecto a las diferencias de productividad. A menudo se dice que el caso intermedio, la negociación sectorial, tiene todos los inconvenientes de los otros dos enfoques. Dado que la competencia es menor que en el nivel de la empresa y que los incentivos para internalizar los efectos macroeconómicos de los acuerdos son también menores que en las negociaciones centralizadas, los sindicatos pueden explotar su poder de mercado para conseguir mayores subidas salariales para sus afiliados. Aunque los datos empíricos no son totalmente fiables a este respecto, tanto los salarios reales como el desempleo tienden a ser más altos en los países cuyo modelo de negociación se encuentra entre el centralizado y el descentralizado.

La UME podría alterar estos sistemas de negociación al menos de dos formas: por una parte, los interlocutores sociales de cada país desempeñan un papel menor dentro de la zona del euro y, por otra, la competencia aumenta con la existencia de una moneda única y un mercado europeo común.

Pautas de fijación de los salarios en Europa

Principales características de la negociación centralizada ...

... descentralizada y sectorial

La UME podría llevar a realizar una negociación salarial ...

El primer factor implica una tendencia hacia la negociación de nivel intermedio y entraña el riesgo de que los negociadores se muestren más decididos a conseguir subidas salariales, sabiendo que la repercusión inflacionaria de un solo acuerdo en la zona del euro será reducida para el conjunto de ésta. El segundo factor implica que, como en las negociaciones descentralizadas, sea más probable que las fuerzas competitivas moderen las demandas salariales y, por lo tanto, la inflación media en la zona del euro. A la larga, si los negociadores reconocen que cuando la política monetaria es creíble y los mercados son competitivos, unas demandas salariales excesivas no hacen más que aumentar el desempleo y los conflictos sociales, se impondrá el segundo factor. Sin embargo, este resultado no es en modo alguno seguro y un aumento de los conflictos podría alterar las instituciones de negociación colectiva.

... más
centralizada ...

Para evitar esto último, los interlocutores sociales podrían intentar centralizar las negociaciones salariales europeas. Ese tipo de medida podría estar justificado, ya que los empresarios y la competencia adquieren cada vez más una dimensión paneuropea. Sin embargo, reunir a los diversos interlocutores sociales nacionales (por ejemplo, a sindicatos sectoriales y profesionales y a organizaciones patronales también dispares) en un proceso unificado sería una compleja tarea. Por otra parte, el aumento de la competencia y los cambios tecnológicos probablemente ampliarán la diversidad de acuerdos salariales adecuados para los diferentes sectores o cualificaciones, para lo cual sería necesaria una flexibilidad mayor, mientras que las negociaciones paneuropeas irían precisamente en sentido contrario.

... o, lo que es
más probable, por
empresas

Es más probable que los salarios europeos acaben fijándose a escala local. De hecho, la descentralización ya está en marcha en varios países. Comenzó en el Reino Unido a principios de los años 60 y se aceleró en los 80. Durante las dos últimas décadas, Dinamarca, Suecia y los Países Bajos han descentralizado la mayor parte de sus negociaciones salariales, manteniendo la negociación nacional o sectorial únicamente en el caso de otras condiciones de empleo. En otros países, la transición ha sido más gradual, si bien en Alemania cada vez son más frecuentes los acuerdos entre empresas y sindicatos para modificar los salarios con arreglo a la evolución del mercado (“deriva salarial”) o para soslayar las trabas reglamentarias.

El papel del BCE

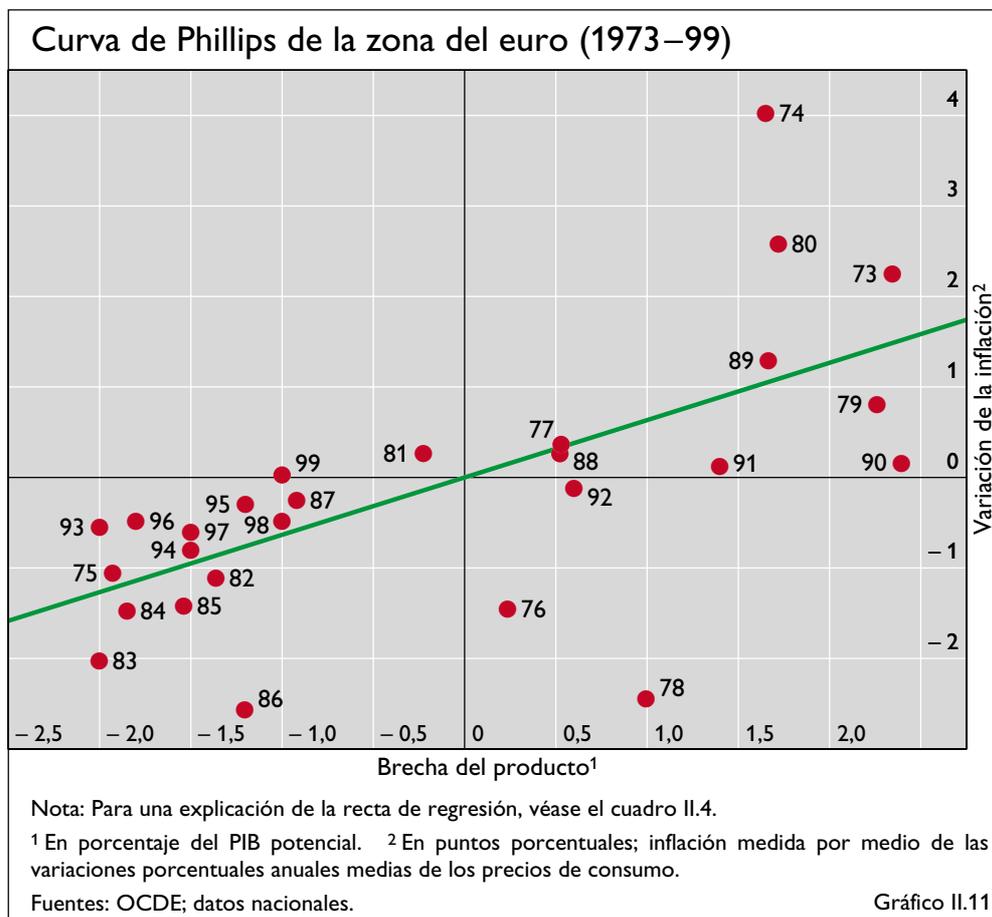
En la medida en que un importante componente de la política monetaria de los bancos centrales de la UE ha sido fomentar la incorporación de las expectativas de baja inflación a los acuerdos salariales, un sistema más descentralizado significa que el BCE desempeñará en el futuro un papel más indirecto, pero en modo alguno menos importante. Cuando los salarios se fijan localmente, las expectativas sobre la inflación influyen en las variaciones de los salarios nominales de una forma menos uniforme y menos explícita que en un sistema de negociación central. Los mercados competitivos ocupan en gran medida el lugar de las presiones políticas sobre los interlocutores sociales, mientras que los bancos centrales desempeñan el papel clave de suministrar información y reducir lo más posible la incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria. Sin embargo, no influyen directamente en la multitud de acuerdos que se firman.

Las curvas de Phillips

La diversidad y la innovación en los mercados de trabajo también podrían implicar que las relaciones de la curva de Phillips variarían significativamente de unos países a otros o cambiarían con el paso del tiempo. La pendiente de la curva de Phillips a corto plazo da pistas a las autoridades monetarias sobre las consecuencias inflacionarias de las tendencias actuales de la producción, y los desplazamientos de las relaciones de la curva de Phillips no sólo aportan información sobre las consecuencias para la política monetaria de importantes tendencias de la economía, sino que también alteran un importante parámetro del mecanismo de transmisión.

La llegada de la UME ha suscitado interés por la naturaleza de las relaciones de la curva de Phillips en la zona del euro en su conjunto. ¿Es muy inclinada la curva en comparación con la de otros países? ¿Se ha desplazado a medida que la política monetaria ha conseguido reducir la inflación? ¿Existen pruebas de la presencia de una relación común en los países de la zona del euro? El gráfico II.11, que contiene una primera ilustración, muestra la relación entre la brecha del producto agregado de los países de la zona del euro y la evolución de la tasa media de inflación desde 1973 hasta 1999. La curva representada parece indicar que una variación de la brecha del producto de 1 punto porcentual va acompañada de una variación media de la inflación de 0,6–0,7 puntos porcentuales.

La curva de Phillips de la zona del euro



Estimaciones de la curva de Phillips ¹							
	1973–99	R ²	DW	1973–88	1989–99	R ²	DW
Zona del euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
Estados Unidos	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japón	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japón ²	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

¹ El modelo de la curva de Phillips se estimó para todo el periodo 1973–99 de la siguiente manera: $\Delta\pi = \beta Brecha + \varepsilon$, donde π representa la tasa de inflación (IPC), $Brecha$ representa la brecha del producto y β la pendiente de la curva, que se muestra en la primera columna; ε se refiere a las variaciones no explicadas de la inflación, mientras que R^2 y DW representan el coeficiente de determinación y el grado de autocorrelación, respectivamente. Las estimaciones de la segunda parte del cuadro se han obtenido a partir de $\Delta\pi = \beta Brecha + \delta Fic.Brecha + \varepsilon$, donde Fic es una variable ficticia, que toma el valor 1 a partir de 1988 y 0 hasta entonces. La pendiente correspondiente al periodo 1973–88 es β mientras que $\delta + \beta$ es la pendiente correspondiente al periodo 1989–99. Se ha observado que los coeficientes de todas las pendientes son significativos. ² La primera ecuación correspondiente a Japón es $\Delta\pi = \beta\Delta Brecha_{-1} + \varepsilon$ y la segunda $\Delta\pi = \beta\Delta Brecha_{-1} + \delta Fic.\Delta Brecha_{-1} + \varepsilon$.

Fuentes: OCDE; datos nacionales. Cuadro II.4

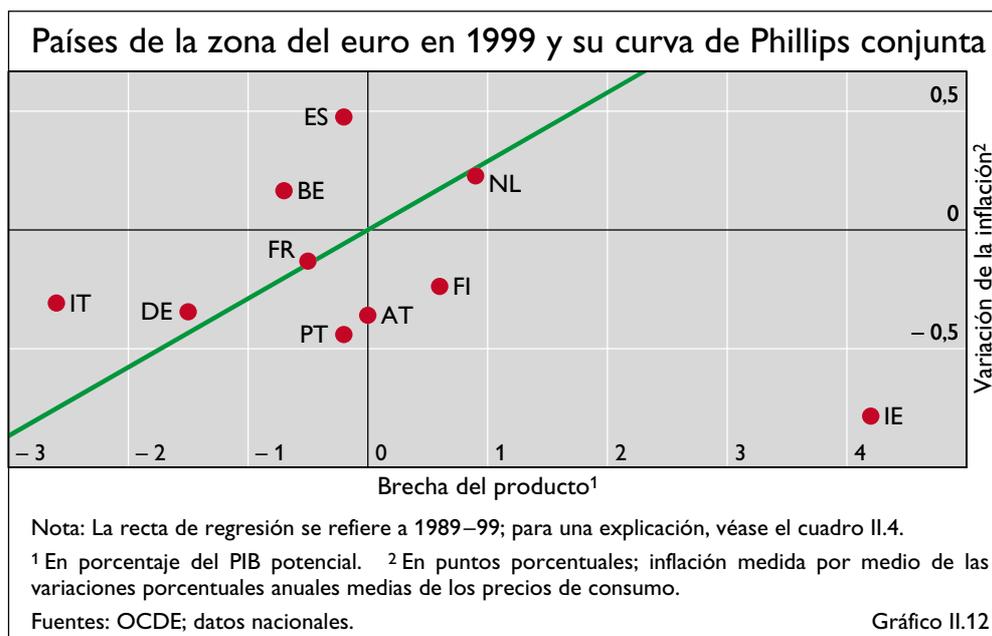
La aparente
disminución de la
pendiente de la
curva de Phillips ...

El cuadro II.4 compara esta relación con estimaciones del mismo periodo para Estados Unidos y Japón, y se pregunta si la pendiente ha variado con el paso del tiempo. Cuando no se tienen en cuenta las variaciones de la pendiente, los resultados son muy similares, como se observa en la primera columna del cuadro. También es notable el hecho de que en las tres regiones las pendientes desciendan a 0,2–0,3 en la década de 1990 (véase también el capítulo IV). En otras palabras, actualmente parece que la inflación es menos sensible a la evolución de la producción que en las décadas de 1970 y 1980. Aunque este resultado también se observa en Japón, parece que, debido quizá a la incertidumbre sobre la magnitud efectiva de la brecha del producto o a los cambios de conducta de las empresas que fijan los precios pensando en el mantenimiento de los márgenes de beneficios, la curva de Phillips de Japón es mejor cuando se relacionan las variaciones de la inflación con las variaciones retardadas de la brecha del producto que con su *nivel*. Sin embargo, la sensibilidad de la inflación a las variaciones de la producción ha disminuido significativamente en las dos versiones.

... podría deberse
a rigideces
nominales, así
como a errores
de medición

Como se señaló en el informe anual del año pasado (capítulo II, págs. 32–35), podría haber varias razones por las que ha disminuido la pendiente de las curvas de Phillips durante la década de 1990, entre las cuales se encuentran la reducción de la inflación, la adopción de una política monetaria más creíble y la rigidez a la baja de los salarios o de los precios nominales. Por ejemplo, si los salarios son rígidos a la baja y la inflación es baja, algunos salarios son necesariamente más altos de lo que serían en caso contrario, por lo que un descenso de la demanda produce un efecto desinflacionario más pequeño. Hay otros factores que también podrían modificar la pendiente. Así, una disminución desapercibida del stock de capital humano y físico de un país (a causa de una reestructuración o del cambio tecnológico), como la que es posible que haya ocurrido en Japón, subestimaría la brecha del producto y sesgaría la pendiente hacia cero.

La tercera cuestión relativa a la posibilidad de que exista una relación común en la zona del euro se basa en el supuesto de que los países miembros



son suficientemente parecidos para compartir la misma curva de Phillips. En caso contrario (y si esa convergencia no progresara mucho), una política monetaria común podría provocar disparidades persistentes y potencialmente desestabilizadoras en la actividad económica. Afortunadamente, aunque las relaciones varían algo de unos países a otros, la hipótesis de una relación común no altera la capacidad de la curva de Phillips para predecir la inflación en función de la brecha del producto. Por consiguiente, la posición de los países de la zona euro alrededor de la curva de la zona euro correspondiente a los años 90 (gráfico II.12) refleja principalmente la presencia de divergencias cíclicas más que de diferencias en las relaciones subyacentes. De hecho, a excepción de Irlanda, el ajuste en torno a la curva de la zona del euro es razonablemente bueno.

Una curva de Phillips común para los países de la zona del euro

En suma, la relación que muestra la curva de Phillips parece bastante similar en todos los países de la zona del euro y tiene una pendiente bastante semejante a la de Estados Unidos, mientras que en el caso de Japón se explica mejor con otro modelo. En las tres regiones, la curva de Phillips es notablemente más plana en la década de 1990, lo cual implica que una variación dada de la brecha del producto va acompañada en la actualidad de una variación menor de la inflación. Esto podría aumentar la capacidad de los bancos centrales para mantener la tasa actual de inflación, pero también podría complicar la tarea de restablecer una tasa que se aleje de la senda deseada.

Evolución del comercio mundial y de las balanzas externas

El comercio y los precios mundiales

La expansión del comercio mundial (en volumen) disminuyó bruscamente en 1998, como consecuencia de que el crecimiento de la producción se volvió negativo en algunas de las economías de mercado emergentes más abiertas con un elevado volumen de comercio. A pesar de que el año pasado se

Evolución del comercio y de los precios en el mercado internacional				
	1991-96	1997	1998	1999
	Variaciones porcentuales anuales			
Volumen de comercio	6,5	10,0	3,8	4,9
Precios de los bienes en el mercado internacional (en DEG)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Bienes manufacturados	-	-2,7	0,2	- 1,7
Petróleo	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Alimentos	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Bebidas	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Materias primas industriales	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Fuentes: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; FMI. Cuadro II.5

El comercio mundial sólo crece moderadamente ...

recuperaron tanto el crecimiento mundial como la actividad económica de los países asiáticos afectados por la crisis, el comercio mundial sólo experimentó un moderado aumento, debido principalmente a que la demanda de importaciones continuó siendo baja en las economías de mercado emergentes (y, por lo tanto, también las exportaciones de los países avanzados) a causa del bajo crecimiento de la demanda interna (cuadro II.5).

... mientras que las tendencias de los precios difieren

Los precios de los bienes en el mercado mundial (expresados en DEG) descendieron de nuevo el año pasado, pero las tendencias variaron mucho de unos grupos de bienes y productos básicos a otros. Los precios de los bienes manufacturados bajaron en cierta medida, después de haber experimentado una modesta subida en 1998, ya que la competencia continuó siendo intensa en los mercados mundiales de bienes y aún podían observarse bolsas de exceso de oferta tras la crisis asiática. Los precios de los productos alimenticios cayeron bruscamente por segundo año consecutivo, mientras que los precios de las materias primas industriales (sobre todo de los metales), que tienden a ser más sensibles a la evolución de la producción industrial mundial, comenzaron a recuperarse el año pasado, si bien no con suficiente rapidez como para impedir que experimentaran un pequeño descenso interanual. La recuperación más espectacular correspondió a los precios del petróleo: subieron cerca de un 40% entre 1998 y 1999 y se triplicaron entre el mínimo de finales de 1998 y el máximo más reciente, debido sobre todo a la limitación efectiva de la producción decidida en marzo del año pasado. Sin embargo, tras el acuerdo de marzo de este año para elevar los topes de producción, han bajado casi un tercio.

Las balanzas por cuenta corriente

Creciente discrepancia estadística

Como muestra el cuadro II.6, el déficit global o discrepancia estadística ha aumentado significativamente desde que estalló la crisis asiática. El empeoramiento agregado de todos los países con una cuenta corriente más débil desde 1997 es de unos 320.000 millones de dólares, de los cuales alrededor de un 60% corresponde a Estados Unidos y un tercio a otros países industrializados. Sin embargo, las mejoras acumuladas ascienden a 144.000

Cambios de las balanzas por cuenta corriente, 1997–99 ¹			
	Empeoramiento		Mejora
Estados Unidos	-195,4	Economías asiáticas	
Zona del euro	- 61,0	emergentes	85,3
Reino Unido	- 31,5	Japón	15,2
Australia	- 9,6	Canadá	7,3
Otros países industrializados	- 3,9	Suiza	3,2
Oriente Medio	- 9,6	Otros países industrializados	2,4
África	- 9,4	Economías en transición	20,8
		América Latina	9,9
Total	-320,4	Total	144,1

¹ En miles de millones de dólares de EE.UU.
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.6

millones solamente, la mayor parte de los cuales corresponde a Asia. Casi todo el empeoramiento puede atribuirse a la aceleración del crecimiento de las importaciones, pero su evolución en los países y las regiones situados a la izquierda del cuadro no parece alejarse de la relación histórica entre las importaciones y el crecimiento de la demanda interna. Las grandes fluctuaciones que experimentaron los tipos de cambio durante este periodo complican la distinción entre las variaciones de los volúmenes y las variaciones de los precios, lo que dificulta, a su vez, la distinción entre los volúmenes de exportaciones y sus precios. En conjunto, el cuadro parece indicar que el crecimiento de las exportaciones y, por lo tanto, el de la producción total posiblemente fueran mayores de lo que se ha supuesto hasta ahora. Sin embargo, resulta mucho más difícil saber con precisión qué países se han beneficiado de estos efectos adicionales en el crecimiento y en los pagos.

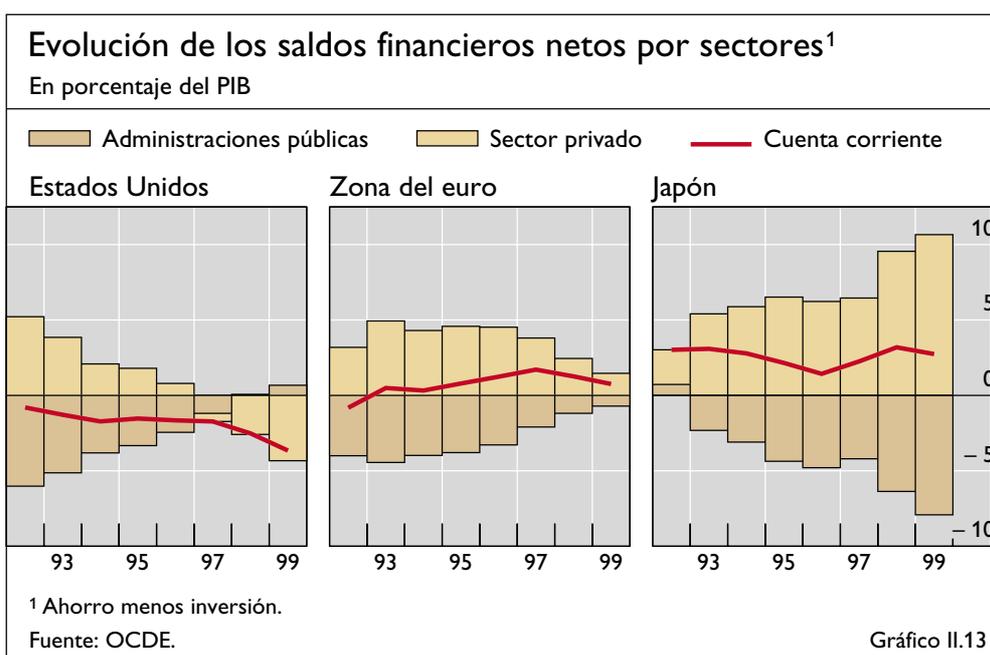


Gráfico II.13

El déficit por
cuenta corriente de
Estados Unidos
podrá
mantenerse ...

Dejando a un lado la cuestión de la discrepancia estadística, los desequilibrios financieros de Estados Unidos no se limitan a la economía interna, como se ha señalado antes, sino que donde quizá sean más evidentes es en el aumento del desequilibrio externo y en la creciente preocupación por la posibilidad de que el nivel actual del dólar de Estados Unidos sea insostenible a más largo plazo (gráfico II.13). Sin embargo, no es posible saber cuándo los mercados considerarían insostenible el déficit externo de Estados Unidos sin examinar también los movimientos netos de capitales a largo plazo y las fuerzas que los determinan. Durante los dos o tres últimos años, la balanza por cuenta corriente de las tres zonas monetarias principales se ha visto inundada de movimientos netos de inversión extranjera directa (IED) y de inversión de cartera (cuadro II.7). Por ejemplo, el año pasado las entradas netas de IED en Estados Unidos representaron alrededor del 40% del déficit corriente, y las entradas netas de acciones, el resto y más. También merece la pena señalar que entre 1991 y 1997 las empresas estadounidenses invirtieron en el extranjero sumas mayores que las invertidas por empresas extranjeras en Estados Unidos. Sin embargo, esta tendencia se invirtió en 1998.

... dependiendo
de las entradas
de capital a largo
plazo

Los movimientos netos de inversiones de cartera ya habían cambiado de sentido en 1996, aunque en parte debido a que los inversionistas estadounidenses se convirtieron en vendedores netos de acciones extranjeras. En conjunto, la aceleración experimentada por las entradas netas de IED y de inversión de cartera en Estados Unidos durante los dos últimos años induce a pensar que los rendimientos que esperan obtener los inversionistas extranjeros por sus inversiones en Estados Unidos han aumentado en

Balanza de pagos de los países industrializados									
	Cuenta corriente			Movimientos netos de IED y de inversión de cartera			Balanza global ¹		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Estados Unidos	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japón	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Zona del euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
Alemania	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
Francia	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
Italia	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
Países del Benelux	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Reino Unido	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Suiza	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australia	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canadá	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nueva Zelandia	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Países industrializados	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

¹ Suma de los dos primeros grupos de columnas.
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.7

consonancia con sus impresiones sobre el crecimiento de la productividad y de la producción potencial, así como que este cambio ha asegurado la financiación exigida por el notable empeoramiento del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente.

La zona del euro constituye, en cierto sentido, la imagen opuesta de Estados Unidos. La balanza por cuenta corriente presentó un superávit el año pasado, pero las salidas netas de capital a largo plazo fueron cuatro veces mayores, por lo que la balanza global fue muy negativa. En el caso de Japón, la repatriación de fondos invertidos en el extranjero, unida a las compras extranjeras netas de acciones japonesas y la triplicación de las entradas de IED en comparación con 1998 (provocadas por la liberalización y la reestructuración de las empresas), redujo las salidas netas de capitales a sólo un tercio del superávit por cuenta corriente.

Considerando algunos países específicos, los mayores de la zona del euro registraron salidas netas de capitales el año pasado; Alemania tuvo el déficit global más alto, mientras que los países del Benelux experimentaron un superávit. En Suiza, por el contrario, el superávit de la balanza global se convirtió en un déficit. En el Reino Unido, los movimientos netos de capitales también experimentaron un enorme cambio y la balanza global se volvió claramente positiva. Por lo que se refiere a los demás países de habla inglesa, la balanza por cuenta corriente y la de capitales fueron muy diferentes el año pasado, en comparación con 1998, año en que los tres registraron un déficit por cuenta corriente relativamente alto y una disminución de los movimientos netos de capitales. Canadá, gracias a las exportaciones a Estados Unidos y a la subida de los precios de los productos básicos, casi eliminó su déficit por cuenta corriente, mientras que las salidas netas de capitales disminuyeron. En cambio, Australia y Nueva Zelanda, al estar más expuestos a la recuperación relativamente lenta de la demanda de importaciones en Asia y al tener los productos agrícolas un peso mayor en sus exportaciones de materias primas, vieron cómo aumentaban aún más su déficit comercial y su déficit por cuenta corriente. Sin embargo, Australia se benefició de un aumento de las entradas netas, lo que probablemente habrá reducido las presiones sobre su moneda, mientras que en Nueva Zelanda las entradas sufrieron una nueva disminución.

En conjunto, parece que durante la última década ha aumentado la importancia de los movimientos netos de IED y de inversión de cartera, impulsados por los cambios de opinión sobre los rendimientos, y las tasas de crecimiento a largo plazo han cobrado más importancia en comparación con los desequilibrios de la cuenta corriente. Esto es claramente evidente en el caso de Estados Unidos, donde la correlación entre los precios de las acciones y las entradas netas de capitales es sumamente positiva, al igual que la correlación entre el dólar y el precio de las acciones (véase el capítulo V). También es evidente en Japón, donde los anuncios de reestructuración de las empresas han provocado un notable aumento de las entradas y de los precios de las acciones. Sin embargo, en Europa las variaciones de los precios relativos de las acciones no explican las salidas de capital a más largo plazo, ya que los precios de las acciones europeas subieron más o menos a la misma tasa que los de Japón y más del doble que los de Estados Unidos.

Características de los movimientos de capitales en la zona del euro y en Japón ...

... y en algunos otros países

Orígenes diversos de los movimientos de capitales

Por otro lado, aunque la mayoría de estas tendencias son inequívocas, no está tan claro que puedan mantenerse. Por una parte, en la medida en que las opiniones sobre los futuros rendimientos y, por lo tanto, las entradas de capitales son principalmente cíclicas, es probable que una desaceleración de la actividad económica estadounidense aumente la preocupación por el déficit por cuenta corriente y, quizá, reduzca las entradas netas. Y por otra, si los movimientos de capitales son impulsados principalmente por cambios estructurales, como la aceleración del crecimiento a largo plazo provocada por la tecnología de la información o la reestructuración de las empresas, y las presiones de la demanda siguen siendo moderadas en los países de destino, un nuevo aumento del desequilibrio por cuenta corriente podría tener una escasa repercusión en la magnitud de los movimientos de capitales a más largo plazo.

III. Recuperación de la crisis en los mercados emergentes

Aspectos más destacados

En los mercados emergentes, los resultados macroeconómicos fueron mucho mejores en 1999 de lo que se temía a comienzos de año, ya que el crecimiento fue elevado y la inflación continuó manteniéndose bajo control en la mayoría de los países. Tanto Brasil como Rusia consiguieron contener la inflación tras considerables devaluaciones. En Asia, la recuperación se afianzó y se extendió a la mayoría de los países de la región, al tiempo que el espectro de la deflación se desvaneció tanto en China como en Hong Kong. La mejora de los resultados acompañó el retorno de la confianza en los mercados financieros, donde los diferenciales de los bonos se redujeron significativamente y aumentaron los fondos internacionales tanto en los mercados de acciones como en los de bonos. Aunque el auge de los mercados de acciones permitió a los gobiernos desprenderse más fácilmente de los activos adquiridos a los bancos durante la crisis, su vulnerabilidad a las posibles salidas de capitales también suscitó un cierto temor en algunos países asiáticos.

La mayoría de los países latinoamericanos se recuperaron gradualmente de la recesión el año pasado, toda vez que la mejora de la situación externa permitió suavizar la política monetaria, y al mismo tiempo las medidas adoptadas para limitar los déficit presupuestarios contribuyeron a incrementar la estabilidad. La oleada de inversiones extranjeras directas y la liberalización del comercio internacional acrecentaron aún más la integración de América Latina en la economía mundial. La progresiva subida de los precios del petróleo benefició a los países productores de la región, así como a Rusia y Oriente Medio. Sin embargo, los elevados déficit externos en un periodo de débil demanda interna y favorables condiciones de la demanda mundial continuaron siendo una fuente de vulnerabilidad, sobre todo ante las elevadas deudas externas de varios países. Lo mismo ocurrió en muchos países de África. Por lo que se refiere a esta región en su conjunto, el déficit por cuenta corriente siguió siendo alto el año pasado, aun cuando disminuyó el crecimiento medio.

Aunque las reformas microeconómicas han mejorado la competitividad de ciertas economías, se teme que su capacidad de resistencia a las futuras crisis financieras o económicas sea aún bastante escasa. En varios países asiáticos ha progresado el saneamiento de los balances bancarios. Sin embargo, parece que la reestructuración de las empresas está tardando más tiempo, si bien en Corea la industria manufacturera se ha fortalecido algo gracias a la apertura de los mercados y a la inversión extranjera directa. China y la India también están reformando sus sistemas financieros y económicos. Sin embargo, los avances han sido lentos y todo depende en gran parte de la capacidad de las autoridades para llevar a cabo sus programas.

Al adoptar las economías de mercado emergentes un sistema de tipo de cambio más flexible, sus autoridades económicas han buscado o adoptado otros medios para anclar las expectativas sobre la inflación. Algunas economías ya han adoptado un objetivo de inflación para gestionar la política monetaria, y varios países asiáticos están considerando la posibilidad de adoptar una medida similar.

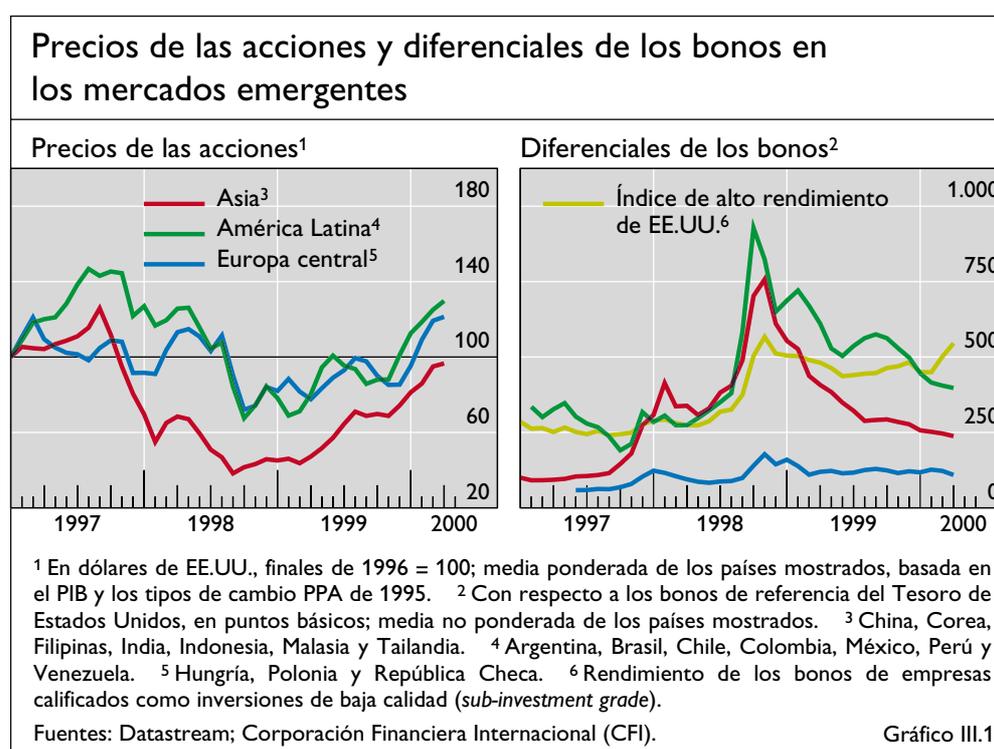
Principales tendencias económicas y financieras

Mejora de la situación económica y financiera

La situación económica y financiera de las economías de mercado emergentes mejoró a medida que transcurría 1999 y se aceleraba el crecimiento en los países industrializados. Los precios de las acciones de los países mostrados en el gráfico III.1 subieron alrededor de un 60% durante 1999, mucho más que en la mayoría de los países industrializados. Aunque tanto los tipos de interés a corto plazo como los tipos a largo plazo subieron en los países industrializados, su repercusión en los mercados emergentes fue escasa y los diferenciales de los bonos internacionales continuaron reduciéndose. Otra muestra del aumento de la confianza fue la tendencia de las monedas de los países que habían adoptado un sistema de fluctuación dirigida a estabilizarse o, en algunos casos, incluso a apreciarse frente al dólar de Estados Unidos.

Aunque el aumento de la demanda mundial fue un factor fundamental en la recuperación de la actividad económica el año pasado, también jugaron un papel importante la política económica y otros factores internos, no sólo porque estimularon la recuperación, sino también porque mantuvieron baja la inflación. Este hecho fue especialmente evidente en Asia, donde la política acomodaticia o expansiva contribuyó a una típica recuperación en forma de V,

Recuperación inesperadamente fuerte en Asia



cuyo vigor fue claramente subestimado por la mayoría de las predicciones. Las existencias experimentaron un aumento cíclico, las exportaciones netas contribuyeron notablemente al crecimiento, al principio como consecuencia sobre todo de la disminución de las importaciones pero después gracias al aumento gradual de las exportaciones y, finalmente, el consumo se recuperó. Los tipos de cambio asiáticos también se reforzaron al mejorar la confianza y el crecimiento real. Estos cambios tendieron a reducir las presiones al alza sobre los precios internos, sin poner en peligro las posiciones competitivas.

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1992-97	1998	1999 pe	1992-97	1998	1999 pe	Media 1992-97	1998	1999 pe
	Variación porcentual anual						En porcentaje del PIB		
Asia ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
China	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
India	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapur	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwán	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Filipinas	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Indonesia	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malasia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Tailandia	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
América Latina ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentina	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasil	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombia	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
México	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Perú	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europa central ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Hungriá	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Polonia	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
República Checa	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Rusia	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israel	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turquía	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Arabia Saudí	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
África	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Sudáfrica	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Pro memoria:</i>									
<i>países industrializados</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

¹ Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 1995. ² Balanza de bienes y servicios, excluidas las rentas de los factores. ³ Precios al por mayor. ⁴ En porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.1

Sorprendente
dinamismo en
América Latina ...

En América Latina y en las economías en transición, el crecimiento de la producción también fue mayor de lo previsto. Tras la depreciación del real brasileño a principios del año pasado, se esperaba en general que la producción disminuyera, no sólo en Brasil, sino también en algunos otros países en los que ya se habían observado tendencias recesionistas a finales de 1998. Gracias en parte a la oportuna reorientación de la política económica, que contribuyó a mantener la inflación en un nivel moderado, Brasil se recuperó a un ritmo sorprendentemente rápido, y la producción total de la región apenas varió en comparación con 1998 (cuadro III.1). Sin embargo, la producción tendió a disminuir en los países con una fuerte dependencia de las exportaciones de materias primas cuyos precios bajaron y/o que mantuvieron un tipo de cambio fijo.

... y en las
economías en
transición

Por lo que se refiere a las economías en transición, el año pasado la principal sorpresa fue la rápida recuperación de Rusia de la crisis financiera sufrida en el otoño de 1998. Al igual que en Brasil, este favorable resultado parece atribuible en parte a la adopción de medidas que impidieron que se trasladara totalmente la depreciación de la moneda a la inflación interna. A pesar de la desaceleración de la expansión en América Latina, África y Oriente Medio, se estima que el año pasado el crecimiento medio fue del 4% en las economías de mercado emergentes. Esta cifra, aunque significativamente más alta que en 1998, continuó siendo muy inferior a la media de principios de los años 90, y sólo restableció en parte la diferencia histórica de crecimiento con respecto a los países industrializados.

Efecto negativo de
los bajos precios
de los productos
básicos

Las variaciones de los precios de los productos básicos, de los tipos de cambio y las consiguientes variaciones de la relación de intercambio influyeron significativamente en la evolución del crecimiento el año pasado, sobre todo en el crecimiento relativamente lento de las regiones y los países cuyas exportaciones están menos diversificadas (cuadro III.2). En África, Oriente Medio y la mayor parte de América Latina, parece que los acontecimientos ocurridos el año pasado se debieron a los efectos retardados del notable empeoramiento que sufrió la relación de intercambio en 1998, mientras que la mejora posterior de dicha relación sólo se dejó sentir desde finales de 1999. Los efectos negativos del empeoramiento de la relación de intercambio fueron evidentes sobre todo en los países con un sistema de tipo de cambio fijo y en aquellos en que disminuyó vertiginosamente el volumen de exportaciones

Evolución de la relación de intercambio en el mundo			
	1997	1998	1999 pe
	Variación porcentual anual		
Economías de mercado emergentes	-0,4	- 6,2	3,6
Asia	-0,9	- 0,8	-1,3
América Latina	-1,3	- 7,2	5,2
África	0,9	- 9,9	3,6
Oriente Medio	1,0	-14,4	12,3
Países industrializados	-0,4	1,5	0,2

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*. Cuadro III.2

fundamentales. Otros países dejaron que se debilitara su moneda frente al dólar de Estados Unidos para amortiguar la repercusión del descenso de los precios de los productos básicos en las rentas reales. Sin embargo, en la mayoría de los casos los efectos de esta devaluación fueron contrarrestados en parte por la adopción de medidas más duras, con objeto de impedir que la devaluación de las monedas presionara al alza sobre la inflación interna.

Aunque su influencia es más indirecta, tanto la magnitud como la composición de los movimientos netos de capitales también podrían explicar en parte las diferencias de crecimiento entre las economías de mercado emergentes (cuadro III.3). En conjunto, las entradas privadas netas se mantuvieron más o menos constantes en comparación con 1998, pero fueron significativamente menores que antes de la crisis asiática. En Asia, los notables superávits por cuenta corriente permitieron devolver la deuda bancaria sin poner en peligro la recuperación. La acumulación de reservas de divisas fue casi tan grande como en 1998. En cambio, en América Latina la disminución de las entradas netas, unida a los continuos y elevados déficits por cuenta corriente, llevó (u obligó) a varios países a endurecer su política monetaria y fiscal a principios de 1999, cuando la crisis brasileña elevó las primas de riesgo de toda la región. Las entradas netas de capitales en África no han respondido a los cambios de la situación de los mercados internacionales de capitales y, por desgracia, tampoco a sus necesidades crediticias externas. El déficit agregado por cuenta corriente de la región aumentó considerablemente en 1998 y siguió siendo alto el año pasado, debido en gran parte a la debilidad de los precios de los productos agrícolas, mientras que las entradas netas se mantuvieron en el bajo nivel anterior. Dado el bajo ahorro interno, es posible que la falta de financiación externa exacerbara en algunos casos la disminución de la producción al limitar el gasto de inversión.

La composición de las entradas de capitales probablemente también influyó en el crecimiento del año pasado. En los últimos 10 años, la inversión extranjera directa (IED) ha aumentado significativamente en las economías de mercado emergentes, tanto en términos absolutos como en porcentaje de las entradas privadas totales. Por otra parte, a pesar de la crisis asiática y de la conmoción de 1998, las entradas de IED se han mantenido bastante estables en un nivel elevado. Este hecho se ha debido en parte a una globalización general de las estructuras de producción, pero también a factores más específicos, como la eliminación de las restricciones que pesaban sobre las entradas de IED en algunos países asiáticos, el atractivo de los bajos costos de producción tras las grandes depreciaciones y/o el descenso de los precios de las acciones y la privatización de grandes empresas públicas. En América Latina, las entradas antedichas financiaron el pasado año casi todo el desequilibrio de la cuenta corriente. Asimismo, en algunas economías en transición, como Polonia y Hungría, las entradas relativamente estables de IED redujeron la necesidad de adoptar medidas restrictivas para impedir que aumentaran aún más los desequilibrios de la cuenta corriente. En cambio, los países africanos, al recibir sólo una parte de las entradas de IED en los mercados emergentes, han tenido que ajustar su política monetaria y fiscal para contener los desequilibrios de la cuenta corriente.

Lenta recuperación de los movimientos de capitales a causa del ...

... aumento de las entradas de IED ...

Entradas netas de capital privado en las economías de mercado emergentes				
	1996	1997	1998	1999
	En miles de millones de dólares de EE.UU.			
Economías de mercado emergentes				
Entradas totales	216	148	75	81
Inversión directa	113	139	143	150
Inversión de cartera	78	53	9	23
Otras entradas	25	-44	-77	-93
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 94	-72	-51	14
<i>variación de las reservas¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asia				
Entradas totales	104	- 1	-43	-27
Inversión directa	53	55	58	50
Inversión de cartera	13	4	-18	- 6
Otras entradas	38	-60	-83	-71
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 37	23	114	96
<i>variación de las reservas¹</i>	- 50	-16	-70	-60
América Latina				
Entradas totales	72	86	70	54
Inversión directa	40	53	56	64
Inversión de cartera	41	19	15	11
Otras entradas	- 8	13	- 1	-20
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>variación de las reservas¹</i>	- 31	-15	17	5
África				
Entradas totales	8	17	12	15
Inversión directa	5	7	5	10
Inversión de cartera	1	4	4	4
Otras entradas	1	6	2	1
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>variación de las reservas¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Países en transición				
Entradas totales	17	23	14	12
Inversión directa	14	20	21	24
Inversión de cartera	19	22	7	4
Otras entradas	- 16	-18	-14	-16
<i>Pro memoria:</i>				
<i>cuenta corriente</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>variación de las reservas¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Un signo negativo indica un aumento.

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

Cuadro III.3

... pero nueva
disminución de los
flujos bancarios

El total de préstamos bancarios internacionales a los mercados emergentes continuó disminuyendo en 1999, pero menos que en 1998. Los países asiáticos han reducido su deuda pendiente con los bancos internacionales en unos 160.000 millones de dólares desde el comienzo de la crisis (cuadro III.4),

Financiación internacional de las economías de mercado emergentes							
	Media 1990–95 ¹	1996	1997	1998	1999	Junio 1997	Diciembre 1999
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
	Préstamos bancarios internacionales ²					Pasivos pendientes	
Asia ³	37	80	5	-96	-53	480	315
<i>de la cual:</i> China	7	13	10	-11	-15	85	68
Países en crisis ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
América Latina	1	28	31	-8	-16	284	280
<i>de la cual:</i> Argentina	-	5	8	1	-	42	48
Brasil	-	17	14	-11	-9	98	85
México	-	-	-7	-	-4	69	61
Europa central ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Rusia	1	6	10	-6	-8	54	44
África	-2	-	3	-2	1	51	56
	Emisiones netas de títulos de deuda internacionales					Cantidad pendiente	
Asia ³	15	42	34	-	-3	127	139
<i>de la cual:</i> China	2	2	4	-	-	17	18
Países en crisis ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
América Latina	13	41	42	22	32	136	205
<i>de la cual:</i> Argentina	6	11	14	11	11	35	63
Brasil	4	12	10	3	6	35	46
México	2	13	8	2	10	50	63
Europa central ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Rusia	-	-	7	12	-1	6	19

¹ Emisiones netas de títulos: 4T 1993–1995. ² Variación de los derechos de los bancos declarantes al BPI, ajustada para tener en cuenta los movimientos de los tipos de cambio. ³ Excluidos Hong Kong y Singapur. ⁴ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ⁵ Hungría, Polonia y República Checa.

Fuente: BPI. Cuadro III.4

como consecuencia del descenso de la inversión y de la reestructuración de los balances de los bancos y las empresas. Los préstamos bancarios internacionales a América Latina y Rusia también disminuyeron. En cambio, la emisión neta de títulos de deuda internacionales ha demostrado ser una fuente más estable de financiación. De hecho, los países latinoamericanos han aumentado significativamente su emisión de bonos desde mediados de 1997, a pesar de las grandes fluctuaciones de los diferenciales en el rendimiento de dichos bonos. Argentina y México estuvieron especialmente activos en 1999, y la emisión de bonos aumentó aún más a principios de este año, al ser mayor el número de países que aprovecharon la reducción de los diferenciales.

Recuperación de la crisis en Asia

La profunda contracción de la producción en gran parte del este asiático tocó fondo durante el segundo semestre de 1998. Aunque la recuperación posterior fue mucho más fuerte de lo que se esperaba en general, hubo notables diferencias entre las economías en cuanto al ritmo y el grado en que se recuperaron las pérdidas de producción anteriores (cuadro III.1). En Corea, Singapur y Taiwán, la producción retornó a finales de 1999 a la tendencia

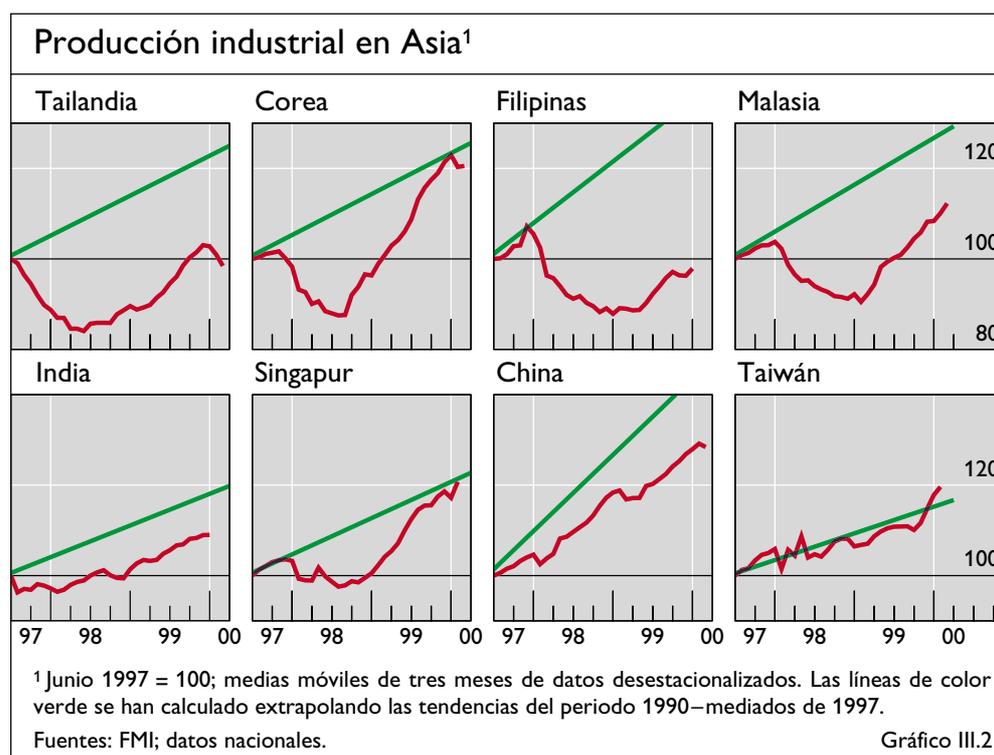
Recuperación fuerte pero divergente en Asia

anterior a la crisis, mientras que en *Malasia* y *Tailandia* sobrepasó los niveles anteriores a la crisis (gráfico III.2). En *Hong Kong*, aunque la recuperación comenzó más tarde, la actividad reanudó su marcha durante el primer semestre de 1999 y se afianzó gradualmente en el transcurso del año. *Filipinas* sufrió una recesión en 1998 por las malas cosechas, pero también por la recesión en los países vecinos. Sin embargo, la economía se recuperó en 1999, gracias en parte a que este país, a diferencia de otros, no padecía un grave problema de deuda y a que sus bancos no tenían tantas dificultades. La economía de *Indonesia*, que había sufrido la contracción más profunda y más larga, dio un giro a finales de 1999, pero la recuperación aún no es firme. Hasta finales de año, la incertidumbre política debilitó la confianza de los hogares y de las empresas, y la fragilidad del sector financiero constituyó un impedimento más para la recuperación.

Tasa de crecimiento alta en China, pero ha disminuido ...

China ha crecido a un ritmo más rápido que otros países asiáticos, aun cuando el aumento de la producción viene reduciéndose desde hace varios años. Para compensar los efectos restrictivos a corto plazo de la reforma económica y la debilidad de las exportaciones, se ha incrementado el gasto público. Las autoridades, ante el descenso de los precios, el aumento del desempleo y la debilidad del sector bancario, trataron de suavizar la política monetaria bajando los tipos de interés nominales y reduciendo los coeficientes de encaje bancario. También dieron instrucciones a los bancos para que aumentaran el crédito destinado a la creación de infraestructura, vivienda y exportaciones, facilitaran más capital circulante a las empresas estatales y concedieran más préstamos a los consumidores.

La *India* se benefició de la aceleración de la producción industrial y del rápido crecimiento del sector de la tecnología de la información. El aumento



de la producción y de las rentas en las zonas rurales también contribuyó al crecimiento, mientras que la subida de los precios del petróleo empeoró la balanza comercial. A pesar del elevado déficit presupuestario (véase más adelante) y del rápido crecimiento monetario, la tasa de inflación subyacente descendió extraordinariamente, debido sobre todo a las buenas cosechas y a la repercusión de la desinflación mundial. Aunque es posible que la reforma microeconómica también redujera las presiones inflacionarias, la importancia de los precios de los alimentos significa que el país sigue siendo vulnerable a las perturbaciones de la oferta y a las subidas repentinas de la inflación. A medio plazo, se prevé privatizar grandes sectores, lo que reduciría la carga de deuda del sector público y podría atraer también más inversión extranjera directa.

... e inflación inesperadamente baja en la India

En el este asiático, las exportaciones fueron la fuerza motriz de la recuperación durante el primer semestre de 1999. La expansión de las exportaciones varió notablemente de unos países a otros, debido en parte a las diferencias existentes entre ellos en cuanto a su composición y su destino. En algunas economías, la recuperación de la demanda de componentes electrónicos, especialmente en Japón, dio a la economía un notable impulso, mientras que a aquellas con una gran proporción de sectores en los que había un exceso mundial de oferta, por ejemplo de automóviles, los factores externos les beneficiaron menos. Las economías cuyas exportaciones están más dirigidas al mercado de Estados Unidos se beneficiaron de la elevada demanda en este país, pero también fue de alguna ayuda la significativa recuperación del comercio intraasiático. En China, el aumento de las exenciones fiscales estimuló las exportaciones durante la segunda mitad de 1999. A la depreciación inicial de las monedas de muchas economías asiáticas emergentes siguió una fuerte apreciación del yen, lo que les dio una ventaja más con respecto a un importante competidor. Sin embargo, dada la importancia de Japón como mercado de exportación y como fuente tanto de financiación como de inversión directa, su persistente debilidad estructural y cíclica ha reducido, en conjunto, el crecimiento de la región.

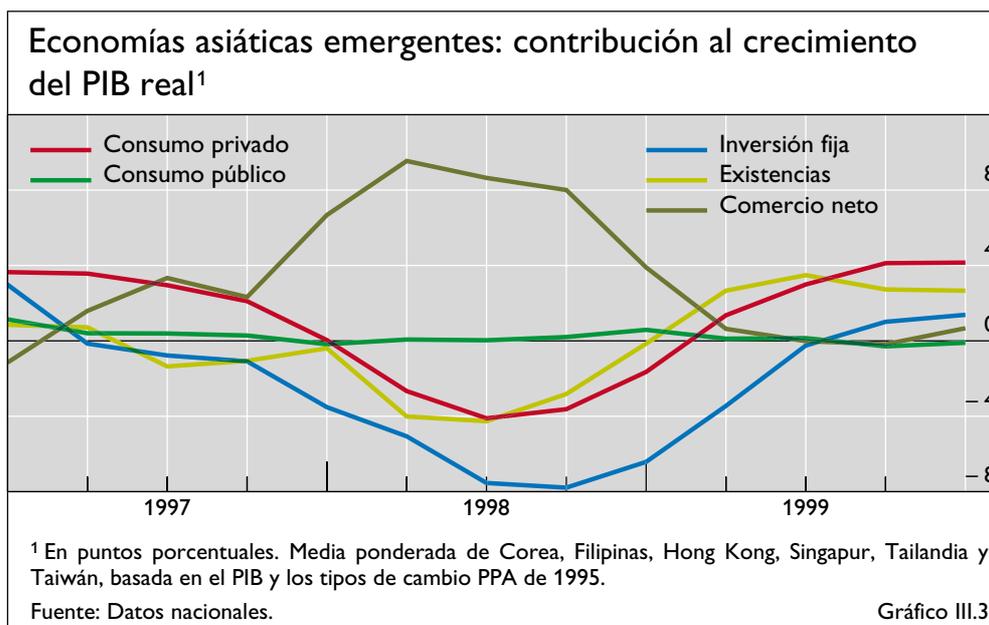
Notable contribución de las exportaciones al crecimiento ...

A medida que avanzaba 1999, el incremento de la demanda interna, incluido el aumento cíclico de las existencias, restó peso al crecimiento impulsado por las exportaciones (gráfico III.3). Al tener los consumidores más confianza en las perspectivas del empleo y al recuperarse los precios de los activos, el gasto en bienes duraderos que se había pospuesto comenzó a realizarse. En Corea y Malasia, la inversión empresarial experimentó una modesta recuperación durante 1999. Sin embargo, ante el exceso de capacidad en varios sectores y la prioridad concedida por muchas empresas a la reestructuración y la reducción de la deuda, la inversión siguió siendo débil en general. Las pequeñas empresas tuvieron especiales dificultades para financiar sus nuevas inversiones por los problemas del sector bancario, mientras que las grandes recurrieron más a la emisión de acciones o de bonos para financiar sus inversiones o devolver su deuda a los bancos.

... y aumento gradual de la demanda interna

La región continuó mostrando un gran superávit por cuenta corriente. La recesión había provocado una notable contracción de las importaciones y, al reforzarse las exportaciones, el déficit total por cuenta corriente de 37.000 millones de dólares en 1996 se convirtió en un superávit de

Grandes superávit por cuenta corriente ...



... y movimientos estables de IED

114.000 millones en 1998. En 1999, la demanda interna se recuperó algo y las importaciones aumentaron consecuentemente al comenzar las empresas a recomponer sus existencias, lo que redujo el superávit a 96.000 millones. En China, las importaciones registradas experimentaron un aumento especialmente significativo, si bien esto se debió, al menos en parte, a una campaña de lucha contra el contrabando. Las entradas de IED en las economías asiáticas emergentes se mantuvieron relativamente estables, aunque aumentaron en Corea y Taiwán y disminuyeron en China y Malasia. La inversión de cartera continuó siendo modesta, y los préstamos bancarios internacionales siguieron disminuyendo en 1999, debido tanto a las influencias de la demanda antes analizadas como a las medidas tomadas por los bancos japoneses para reducir sus activos internacionales.

Restricciones de capacidad y presiones inflacionarias

Continua y baja inflación

La inflación continuó siendo baja en la mayor parte de Asia (cuadro III.1) y las predicciones se revisaron a la baja en 1999, a pesar de que las predicciones sobre el crecimiento real se revisaron al alza. La repercusión de las grandes depreciaciones de los tipos de cambio fue muy pequeña, debido en parte a que la demanda interna fue excepcionalmente débil en 1998, pero también a que las fluctuaciones más extremas de los tipos de cambio fueron consideradas —con razón— transitorias. En China y Hong Kong, los precios bajaron durante la mayor parte de 1999. Este descenso puede atribuirse a la apreciación de su tipo de cambio efectivo, a la repercusión en los precios de los alimentos de una extraordinaria cosecha y, en el caso de China, a los efectos de la reestructuración de la economía. Incluso en Indonesia, donde la depreciación fue mucho mayor y hubo, además, malas cosechas y disturbios, la inflación disminuyó rápidamente tras experimentar un notable aumento en 1998.

La subida de los precios del petróleo, que comenzó a principios de 1999, elevó los IPC generales en la mayoría de los países, pero aún no parece que

haya producido efectos secundarios, y las predicciones sobre la inflación han seguido siendo bajas, salvo quizá en Corea, donde es posible que la producción esté acercándose a los límites de su capacidad. Sin embargo, la decisión inmediata de las autoridades coreanas de subir los tipos de interés tal vez haya reducido la preocupación por la inflación.

Desequilibrios presupuestarios y deuda pública

La crisis de 1997–98 afectó notablemente a los balances presupuestarios y a la deuda pública (véase el cuadro III.7 de la página 62). La mayoría de los países asiáticos tenía un déficit presupuestario a finales de 1998 debido a la disminución de los ingresos, unida a la adopción de medidas discrecionales para estimular las economías y al aumento de los gastos en intereses de la deuda pública. Gracias a la fuerza imprevista de la recuperación y al consiguiente aumento de los ingresos, Hong Kong y Corea consiguieron reducir su déficit en 1999, mientras que en otros países la deficiente gestión de la recaudación tributaria, la falta de control del gasto y, en el caso de Taiwán, los efectos de un gran terremoto provocaron un aumento del déficit (o una disminución del superávit). Como consecuencia de las medidas tomadas para reestructurar y recapitalizar el sistema bancario, los efectos de la crisis fueron incluso más acusados en el caso de la deuda pública, y el año pasado varios países registraron relaciones entre la deuda y el PIB del 40–60%.

En la India, la preocupación por la situación presupuestaria aumentó gradualmente durante la década de 1990. El año pasado, el déficit de las administraciones públicas aumentó a alrededor de un 6% del PIB y el del sector público en su conjunto giró en torno al 10%. El consiguiente incremento de la deuda del sector público a cerca del 60% del PIB, unido a las grandes garantías comprometidas por las distintas instancias públicas y a las modestas propuestas reformistas contenidas en el último presupuesto, ha llevado a preguntarse cada vez más si podrá mantenerse esta situación.

Mercados financieros y regímenes de política monetaria

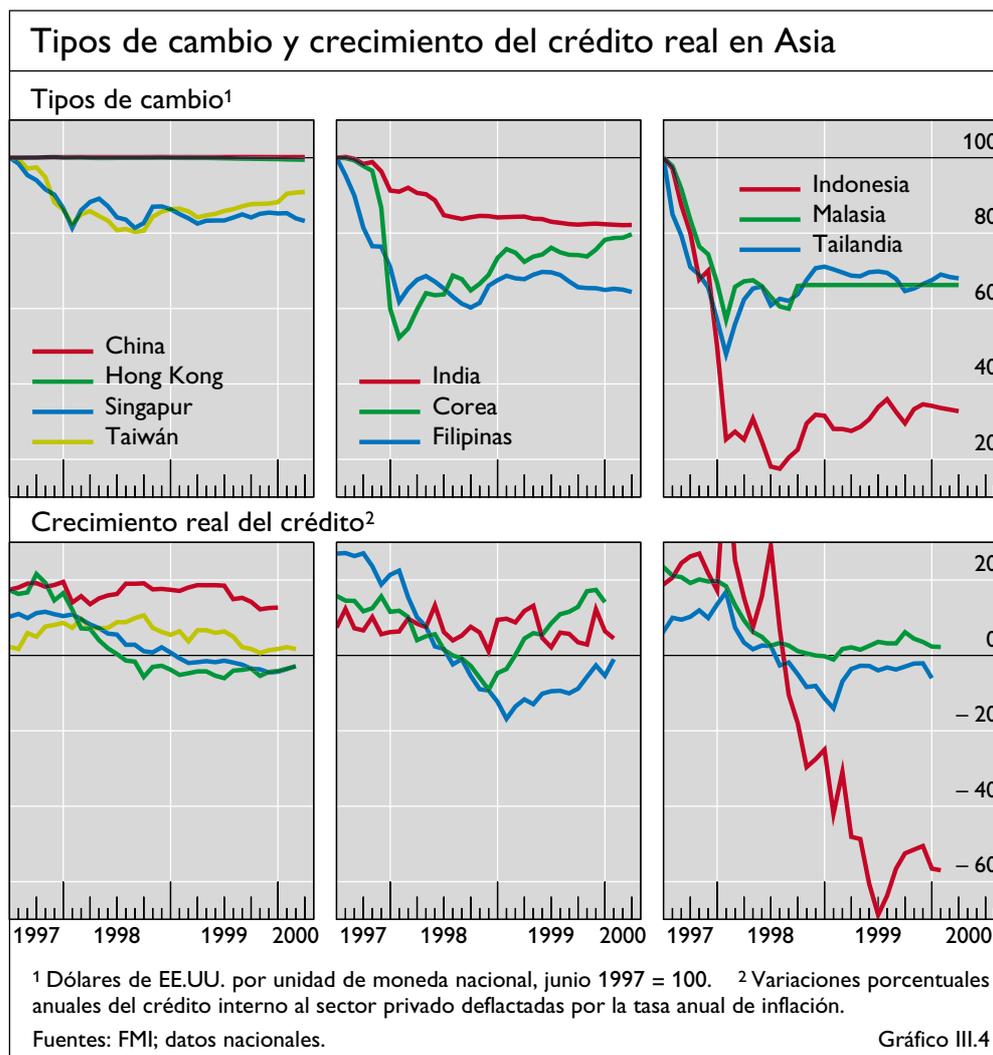
La mayoría de las monedas asiáticas depreciadas acusadamente en 1997–98 se habían recuperado en parte a principios de 1999 y se mantenían bastante estables frente al dólar o se apreciaron gradualmente durante el año (gráfico III.4). Las autoridades pudieron reducir, por consiguiente, los tipos de interés nominales, en la mayoría de los casos a un nivel más bajo que antes de la crisis. Sin embargo, al disminuir la inflación, los tipos de interés reales apenas variaron en algunos países. Algunos bancos centrales intervinieron para comprar divisas con el fin de acumular aún más reservas internacionales, pero también en parte para preservar las mejoras de la competitividad.

Aunque los tipos de interés se mantuvieron, en general, bastante estables a finales de 1999, las subidas efectivas y esperadas de los tipos de interés en Estados Unidos y los países europeos también hicieron temer un endurecimiento de la política monetaria en Asia. Hong Kong, con su sistema de caja de conversión, se vio obligado a seguir la evolución de los tipos de Estados Unidos, lo que ya no fue necesario en las economías que habían abandonado su fijación al dólar. Por ejemplo, en las economías en las que los

Aumento de los déficit y la relación entre la deuda y el PIB

La estabilidad de los tipos de cambio permite bajar los tipos de interés ...

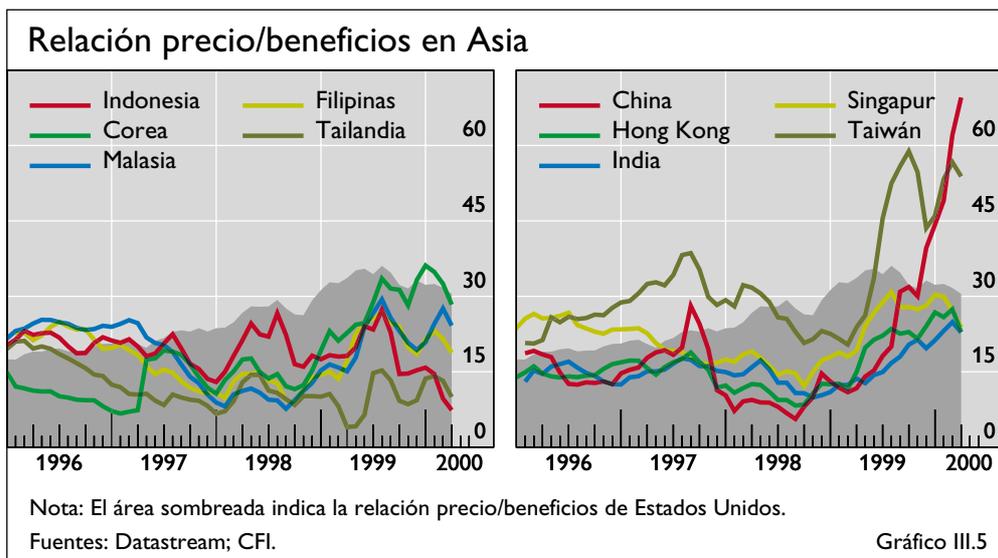
... pero las futuras respuestas dependen del sistema de tipos de cambio



tipos de cambio sufrieron presiones al alza debido a los grandes superávits por cuenta corriente y a las entradas de IED, las autoridades pudieron endurecer la política monetaria manteniendo constantes los tipos de interés y dejando que se apreciara el tipo de cambio.

En 1999, los precios de las acciones experimentaron una gran subida en la región, llegando casi a duplicarse en muchos casos, por lo que recuperaron parte del terreno perdido durante la crisis. Al seguir siendo bajos los beneficios de las empresas en la mayoría de las economías, las relaciones precio/beneficios tendieron a ser más altas que antes de la crisis, aunque sin alcanzar en casi ningún caso los niveles de Estados Unidos (gráfico III.5). Aunque es normal que la relación precio/beneficios sea alta en las primeras fases de las recuperaciones, podría resurgir el temor a una sobrevaluación si los precios no son apoyados rápidamente por una mejora de los beneficios. Los precios de las acciones también son vulnerables a las subidas de los tipos de interés en Europa y Estados Unidos y, en general, a la reducción de los precios de las acciones en los países industrializados (véase el capítulo V). Sin embargo, es difícil saber hasta qué punto una reducción de los precios de las acciones en Asia afectaría a la economía real.

Notable subida de los precios de las acciones



Tras la crisis, la mayoría de los bancos centrales de la región adoptaron un sistema de tipo de cambio fluctuante. Tres importantes excepciones fueron Malasia, China y Hong Kong. Malasia mantuvo el tipo de cambio fijo adoptado en medio de la crisis, si bien suavizó algunos controles de cambios y levantó otros. China fue capaz de mantener su fijación *de facto* al dólar de Estados Unidos gracias a sus controles de cambios, mientras que en Hong Kong se mantuvo el sistema de caja de conversión a costa de una subida temporal de los tipos de interés. Tanto en China como en Hong Kong, la apreciación de muchas monedas vecinas frente al dólar, unida a la deflación interna, redujo su tipo de cambio efectivo real, hasta situarlo en 1999 más o menos en el nivel en el que se encontraba antes de la crisis. En cambio, el tipo de cambio efectivo real de Malasia terminó en 1999 en un nivel alrededor de un 25% más bajo que a mediados de 1997; lo mismo ocurrió en Tailandia y Filipinas, a pesar de que tenían un sistema distinto de tipo de cambio.

Existen discrepancias sobre si los sistemas actuales de tipo de cambio fluctuante de la región son sólo temporales. Los sistemas de tipo de cambio semifijo pueden impedir los cambios estructurales y suelen ser objeto de ataques especulativos. Además, un inconveniente especial de los sistemas de tipo de cambio que prevalecieron en Asia se hallaba en que las monedas asiáticas eran vulnerables a las grandes oscilaciones del tipo entre el yen y el dólar, lo cual induce a pensar que sería preferible la fijación a una cesta de monedas (que incluyera, por ejemplo, el dólar, el yen, el euro y quizá el renminbi). Sin embargo, como los medios de comunicación y la opinión pública se fijan en el tipo bilateral frente al dólar, la confianza y la transparencia podrían disminuir con un tipo de cambio que parece estar fluctuando continuamente.

Algunos países, influidos probablemente por el hecho de que tres economías capaces de mantener sus paridades durante la crisis (Brunei, Macao y, sobre todo, Hong Kong) tuvieran un sistema de *caja de conversión*, están considerando la posibilidad de adoptar un sistema de esa clase como alternativa. Cuatro han sido los factores fundamentales para que Hong Kong

La experiencia de los países que tienen un sistema de tipo de cambio fijo

Los inconvenientes de los sistemas de tipo de cambio semifijo

Sistemas de cajas de conversión

consiguiera mantener su vínculo al dólar de Estados Unidos en los últimos años. El primero ha sido el apoyo político y público general y la aceptación de las dificultades que pudieran surgir a corto plazo. El segundo, la existencia de una autoridad monetaria sumamente respetada, que disfruta de la independencia necesaria para defender su tipo de cambio fijo, y que se ha visto que lo ha logrado durante un largo periodo de tiempo, a pesar de grandes perturbaciones. El tercero, un sistema bancario sólido y perfectamente capitalizado, capaz de soportar considerables perturbaciones financieras y monetarias. Y el cuarto, un grado suficiente de flexibilidad de los precios y los salarios internos.

Objetivos de
inflación

En su búsqueda de una nueva ancla nominal, varias economías asiáticas con tipos de cambio fluctuantes han adoptado *un objetivo de inflación* o están considerando la posibilidad de adoptarlo. Sin embargo, la configuración óptima de un objetivo de este tipo puede muy bien ser diferente a la que adopta en las economías avanzadas. En particular, al ser mayor el peso de las importaciones en el consumo, podría ser difícil alcanzar un objetivo de inflación estricto, debido a la volatilidad de los tipos de cambio o de los precios de los productos básicos.

Perspectivas del crecimiento a más largo plazo

Predicciones más
bajas ...

Según la mayoría de las predicciones realizadas a finales de 1999, las tasas de crecimiento a más largo plazo serían entre 1 y 2 puntos porcentuales inferiores a las tasas anteriores a la crisis. Es posible que estas predicciones obedecieran al temor a “vientos en contra” tras el colapso de las burbujas de los precios de los activos, al surgir una escasez de trabajadores cualificados o al producirse efectos de histéresis, como una contracción de la inversión conducente a una disminución del stock de capital y la pérdida de cualificación de los trabajadores desempleados. No obstante, estas predicciones preveían un crecimiento superior a la media mundial, debido a la fortaleza de las variables fundamentales de la región.

... pero con pers-
pectivas favorables
a medio plazo

La mayoría de las economías asiáticas aún tiene un amplio margen para elevar su relación capital/trabajo y, a diferencia de muchos otros países, una mano de obra suficientemente formada para poder utilizar más capital. Además, cuentan con elevadas tasas de ahorro para financiar esa inversión. Las políticas fiscal y monetaria han continuado siendo sólidas, a pesar del aumento de la relación entre la deuda pública y el PIB, y las depreciaciones de las monedas no han provocado una acusada subida de la inflación. Las economías también han resistido la tentación de introducir medidas proteccionistas. Por otra parte, muchas economías asiáticas se encuentran bien situadas para beneficiarse más que otras regiones de las mejoras de la productividad evidentes en las economías avanzadas y atribuidas a la tecnología de la información. Por último, aunque se espere que las tasas viables de crecimiento a largo plazo sean más bajas que en el pasado, el gran exceso de capacidad que sigue habiendo en la mayoría de las economías asiáticas significa que tienen un cierto margen para crecer a un ritmo bastante rápido en los primeros años de la recuperación, como se ha observado recientemente en Corea.

Algunos aspectos de la reestructuración empresarial y financiera en Asia

La reestructuración empresarial y la financiera han estado especialmente interrelacionadas en las economías asiáticas afectadas por la crisis, toda vez que la mayoría de las empresas dependen mucho del crédito bancario. Como consecuencia del elevado endeudamiento de las empresas y de los bajos ingresos obtenidos por los bancos en forma de intereses, las instituciones financieras soportaban una gran parte del riesgo que en otros países habría sido asumido por los accionistas. Dado que al comenzar la crisis los bancos tenían unos balances débiles y considerables riesgos extracontables, los problemas con que se encontraron muchas empresas, grandes y pequeñas, para devolver la deuda en 1997 estaban destinados a extenderse rápidamente al sector financiero.

La reestructuración de las empresas

El caso de Corea ilustra las principales causas de las dificultades de las empresas en Asia, así como los principales enfoques adoptados para reformarlas. Tras una serie de medidas de diversificación y ambiciosos proyectos de inversión emprendidos por los grandes conglomerados a mediados de la década de 1990, el coeficiente de endeudamiento de las empresas manufactureras coreanas había pasado del 300% a principios de los años 90 al 400% a finales de 1996. Cuando estas inversiones no generaron suficientes rendimientos, fue necesario endeudarse aún más, principalmente a corto plazo. Se permitió que se acumularan los problemas porque no existía ningún procedimiento de supervisión ni de notificación de las operaciones y los balances de las empresas. En este contexto, el principal objetivo de la reestructuración de las empresas era revisar su sistema de gestión, aumentando la transparencia y reforzando el sistema de quiebra. Para complementarlo, se introdujeron amplias reformas en el sector financiero con la idea de mejorar la evaluación del riesgo crediticio y de los riesgos de mercado liberalizando los mercados de capitales. Por último, se intentó mejorar la competitividad mediante la desregulación y la liberalización de la inversión extranjera.

Transcurridos dos años desde que se introdujo el programa, existen pruebas de que las empresas coreanas están cumpliendo sus objetivos de reestructuración, aun cuando esté decayendo el entusiasmo reformista. Ante la caída que experimentó la demanda tras la crisis, las empresas redujeron el empleo más de un 5% (más de 1 millón de trabajadores) y los salarios reales bajaron un 9% en 1998. El descenso de los costos laborales y la recuperación de la demanda externa, que se benefició de un tipo de cambio competitivo y de la subida de los precios de los semiconductores, mejoraron la rentabilidad y permitieron a las empresas reducir su deuda en 1999. Éstas también frenaron sus gastos de capital, y se reforzó el marco institucional. Así pues, aumentó algo la apertura de los mercados, mejoraron la gestión y la transparencia financiera de las empresas, las reglamentaciones prudenciales obligaron a los bancos a endurecer sus prácticas crediticias y la evaluación del riesgo y se creó un tribunal concursal especializado. Incluidas las emisiones de acciones y las ventas

Causas de las dificultades de las empresas en Corea ...

... y progresos realizados

de activos, el coeficiente de endeudamiento de los cinco principales *chaebol* cayó un 30–40%, si bien continuó siendo alto desde el punto de vista internacional, y muchos de los 30 principales *chaebol* se redimensionaron y mejoraron su estructura de producción, poniendo el acento en sus principales negocios.

Reestructuración
en Indonesia,
Tailandia ...

La reestructuración de las empresas ha avanzado menos en otras economías, debido a la enorme magnitud del problema (Indonesia y China), a la existencia de un débil marco institucional (Indonesia y Tailandia) o a la impresión de que el sobreendeudamiento sólo podía resolverse gradualmente (Malasia). En *Indonesia*, la mayor parte de las empresas eran insolventes a principios de 1998 y la deuda externa representaba alrededor de dos tercios del PIB. Los principales mecanismos para la reestructuración de las empresas han sido un programa voluntario de acuerdos extrajudiciales, la creación de un organismo oficial de reestructuración y la enmienda de la ley de quiebras. En septiembre de 1999, alrededor de 170 empresas habían buscado ayuda para reestructurar alrededor de un tercio de su deuda externa. Sin embargo, a causa de la insuficiente ayuda fiscal y administrativa, hasta ahora menos de 30 empresas han llegado a un acuerdo con sus acreedores. En *Tailandia*, para facilitar la reestructuración de las empresas, se aprobó una nueva ley de quiebras, se reconocieron los derechos de los nuevos acreedores y se estableció un marco para la reestructuración extrajudicial de la deuda. Aunque la mayoría de los bancos extranjeros y locales han firmado acuerdos entre deudores y acreedores y entre acreedores, a finales de agosto de 1999 sólo se había reestructurado una cuarta parte de los préstamos improductivos. Sin embargo, en marzo de 2000 se estableció finalmente un importante precedente, cuando se declaró insolvente a la mayor empresa deudora.

... Malasia y China

Históricamente, *Malasia* tiene un sistema jurídico relativamente eficaz para reestructurar la deuda de las empresas, y sólo necesitaba crear un marco para llegar a acuerdos voluntarios para reestructurar la deuda. Sin embargo, hasta ahora han sido lentos los progresos realizados, pues sólo se han resuelto nueve casos (que representan alrededor de un 7% de la deuda total) y están tramitándose menos de cincuenta. También están comenzando a aparecer diversas pautas de reestructuración en *China*, donde el programa de reforma de las empresas estatales ha girado en torno a la mejora de la gestión y la dirección. Se están endureciendo gradualmente las restricciones presupuestarias de las empresas estatales, se están transfiriendo sus funciones sociales a los gobiernos locales y a los fondos de pensiones, se está despidiendo a los trabajadores excedentarios, se está cerrando la capacidad subutilizada y se están estableciendo fondos para la amortización de la deuda. Grandes empresas estatales están constituyéndose en sociedades anónimas, y muchas están formando empresas conjuntas con inversionistas extranjeros, mientras que las pequeñas empresas estatales están privatizándose a un ritmo rápido.

La reestructuración de los bancos

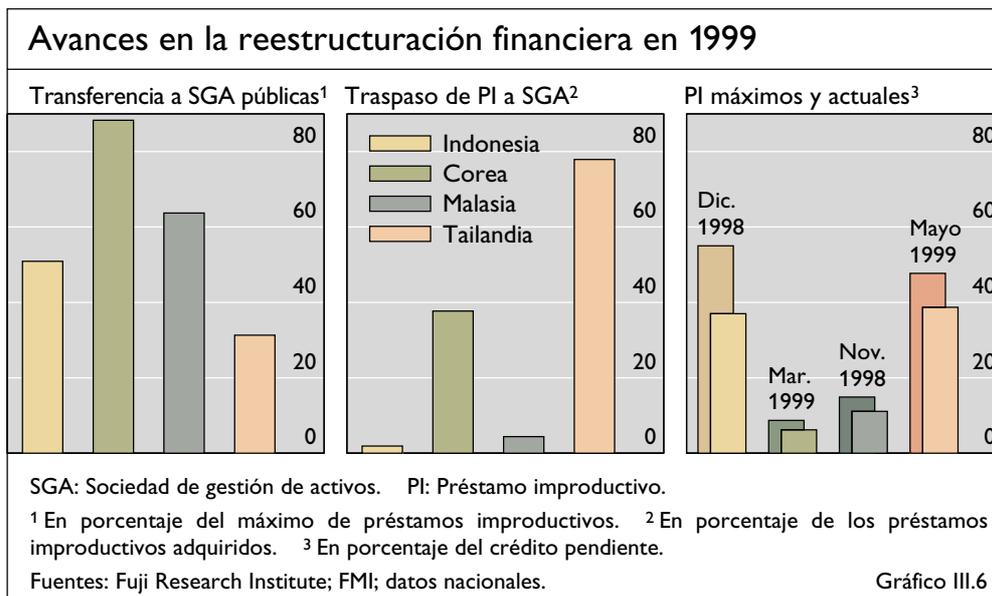
Dos enfoques para
abordar la rees-
tructuración de los
bancos

Los gobiernos asiáticos han seguido dos enfoques básicos para refinanciar y reestructurar sus sistemas bancarios, de acuerdo con la gravedad de los problemas, la capacidad financiera del Estado y las restricciones políticas. Corea y Malasia han seguido una vía intervencionista: han obligado a los bancos a

vender sus préstamos improductivos (PI) con grandes descuentos a sociedades de gestión de activos (SGA) propiedad del Estado y financiadas por él y han inyectado capital público en los bancos débiles pero aún viables. El enfoque de Tailandia (e inicialmente también de Indonesia) fue dejar en mayor medida las decisiones a los propios bancos y al mercado. En ambos casos, los depositantes de los bancos fueron protegidos cuando éstos fueron cerrados, fusionados o nacionalizados. También se reforzó significativamente la supervisión, y se adoptaron varias medidas como la clasificación de los préstamos y los criterios para concederlos, los préstamos conectados y las garantías cruzadas, la suficiencia de capital y las normas de contabilidad y de información.

Como estrategia básica para reavivar los sistemas financieros casi paralizados, las economías asiáticas afectadas por la crisis establecieron sociedades de gestión de activos para comprar los préstamos improductivos a los bancos o a otras instituciones financieras en dificultades (gráfico III.6, panel de la izquierda). La venta de préstamos a su valor de mercado estimado había sacado a la luz las pérdidas ocasionadas por los préstamos a las instituciones vendedoras y, una vez contabilizadas debidamente (como se señala más adelante), los bancos se quedaron con unos balances saneados y sus directivos pudieron centrar la atención en las cuestiones operativas. Los progresos realizados hasta ahora son notables. En Corea y Malasia, las sociedades de gestión de activos casi han concluido la compra de préstamos improductivos de sus sistemas bancarios, en ambos casos con un descuento medio algo superior al 50%. En mayo de 1999, el organismo indonesio había tomado el control de 48 bancos en quiebra y tenía participaciones en unas 200 empresas. En Tailandia, donde la crisis afectó primero al sector financiero no bancario, el gobierno creó dos organismos para comprar y liquidar los activos improductivos de compañías financieras que habían cerrado. A principios de este año, ambos organismos habían concluido en gran parte la venta de todos los activos importantes adquiridos. Sin embargo, se dejó que fueran los propios bancos comerciales los que hicieran frente a sus préstamos improductivos, lo que hizo

La utilización de SGA para comprar los PI ...



que se desprendieran de ellos a un ritmo relativamente lento y que varios bancos crearan sus propias sociedades de gestión de activos.

La utilización de sociedades de gestión de activos no ha estado exenta de problemas. Las pérdidas provocadas por la venta de préstamos a las sociedades de gestión de activos causaron numerosos problemas de solvencia, que obligaron a los accionistas a reducir el valor de su capital y conseguir más fondos. En los casos en los que no se pudo conseguir suficiente capital, los gobiernos intervinieron por medio de cierres, fusiones forzosas y, en algunos casos, nacionalizaciones. Así, a finales de 1999 el gobierno tailandés había cerrado 53 compañías financieras y un banco; el gobierno indonesio, 67 bancos, y el gobierno coreano, 5 bancos comerciales y 17 bancos de inversiones. En todos los países se realizó un elevado número de fusiones, incluida la creación de 10 grandes grupos bancarios en Malasia en el marco de un programa nacional de fusiones. También se obligó a los bancos locales a conseguir capital externo, y actualmente Indonesia, Corea y Tailandia permiten a los extranjeros la propiedad completa en el capital de bancos locales. Como consecuencia de ello, desde enero de 1998 algunas instituciones financieras extranjeras han adquirido, en parte o en su totalidad, 18 bancos del este asiático.

Las actividades de las sociedades de gestión de activos se complementaron con inyecciones de capital público para recapitalizar los sistemas bancarios. En Corea, la Sociedad de Garantía de Depósitos emitió bonos del Estado por valor de 13.000 millones de dólares para recapitalizar las instituciones bancarias, mientras que Malasia inyectó nuevo capital en 11 bancos que representan alrededor de un 20% de los activos del sistema bancario. El gobierno tailandés se ofreció a recapitalizar los bancos que adoptaran la nueva clasificación de los préstamos y las nuevas normas de concesión de créditos, pero sólo unos cuantos aceptaron las rigurosas condiciones impuestas. En cambio, el gobierno indonesio seleccionó ocho bancos privados para recapitalizarlos, tras las debidas auditorías. Los accionistas que querían seguir gestionando estos bancos tuvieron que inyectar alrededor de un 20% del nuevo capital exigido tras reducir a cero el valor de su capital anterior, y se les concedió el derecho a ser los primeros en volver a comprar las participaciones públicas en un plazo de tres años. Dadas la magnitud de la crisis bancaria y la garantía pública de los depósitos, el costo de recapitalización del sistema bancario indonesio se estima en un 50–60% del PIB, frente a, aproximadamente, un 40% en Tailandia, un 15% en Corea y un 12% en Malasia.

Las estrategias de traspaso de préstamos de las sociedades de gestión de activos han sido distintas en cada país. En Corea, las sociedades de gestión de activos comenzaron a traspasarlos a un ritmo bastante rápido, mientras que en Malasia pusieron más énfasis en la gestión y la reestructuración de los activos, y sólo comenzaron a desprenderse de los préstamos en el segundo semestre de 1999 (gráfico III.6, panel central). Al dar tiempo para reestructurar los préstamos y los activos subyacentes, este último enfoque puede permitir a la sociedad de gestión de activos conseguir unos precios más altos, sobre todo si la economía se recupera. Sin embargo, la tenencia de préstamos improductivos tiene considerables costos, debido a los intereses de los bonos emitidos a los bancos a cambio de los préstamos improductivos. En cambio, en Tailandia las

... no impidió los cierres y las fusiones

Las inyecciones de capital han sido costosas pero necesarias

Las estrategias de traspaso de PI plantean disyuntivas

sociedades de gestión de activos se desprendieron de los activos adquiridos a compañías financieras en quiebra en una “liquidación total” a alrededor de un 25% de su valor nominal.

En los demás países de la región, la reforma bancaria ha avanzado a un ritmo lento. *China* creó cuatro sociedades de gestión de activos en 1999, que iban a emitir bonos para comprar a su valor nominal la mayor parte de los préstamos improductivos acumulados procedentes de préstamos anteriores a 1997 que se pensaba podían tener algún valor residual, mientras que amortizarían totalmente los activos que carecieran de valor. Aunque aún no se han terminado de establecer los mecanismos de financiación de las sociedades de gestión de activos y de la amortización de deuda, es de esperar que las sociedades de gestión de activos maximicen la recuperación de activos vendiendo garantías que respalden los préstamos, así como titularizando y subastando los préstamos improductivos, incluso a inversionistas extranjeros. También se iba a recurrir a la conversión de la deuda en capital, lo que puede ayudar a las empresas cuyo flujo de caja sólo les permita pagar en parte los intereses, pero no a las empresas que no puedan cubrir los costos variables, lo cual implica que la reestructuración bancaria exigirá también la reestructuración de las empresas estatales. Una vez concluida la transferencia de préstamos improductivos a las sociedades de gestión de activos, se espera que los bancos se concentren en los préstamos comerciales y que sus directivos asuman la responsabilidad de las futuras pérdidas causadas por los préstamos incobrables y se comprometan a cumplir los objetivos de mejores resultados.

Aún es demasiado pronto para evaluar toda la repercusión de estas reformas en las operaciones de los bancos. La transferencia de préstamos improductivos a las sociedades de gestión de activos permitió sanear a un ritmo bastante rápido los balances de los bancos en Corea y Malasia (gráfico III.6, panel de la derecha y cuadro III.5). En Tailandia, donde los bancos tuvieron que hacer frente ellos mismos a los préstamos, los préstamos

Reestructuración
bancaria en China

Favorable reper-
cusión de las
reformas en
Corea, Malasia y
Tailandia ...

Indicadores de los resultados de los bancos en los países asiáticos en crisis								
	Corea		Tailandia		Malasia		Indonesia	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
A finales de año, en porcentaje y en puntos porcentuales								
Préstamos improductivos ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendimiento de los activos	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Margen de intermediación ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Relación fondos propios/activo ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ En porcentaje del total de préstamos de los bancos comerciales; definiciones nacionales. Los PI no comprenden los préstamos transferidos a SGA. ² Septiembre. ³ Diciembre de 1998. ⁴ Tipo de los préstamos a corto plazo menos tipo de los depósitos a corto plazo. ⁵ Ponderada por el riesgo. ⁶ Junio.

Fuentes: Fitch-IBCA; FMI; datos nacionales.

Cuadro III.5

improductivos disminuyeron, pasando de un máximo del 48% del total de préstamos en mayo de 1999 a un 38% en enero de este año, pero en los últimos meses se han hecho pocos progresos y se teme que el porcentaje de préstamos improductivos comience a aumentar de nuevo. También ha habido progresos en la reducción de los costos de funcionamiento, gracias al cierre de sucursales. En Corea, el empleo disminuyó en los bancos comerciales alrededor de un 25%, y los empleados que se quedaron tuvieron que aceptar una reducción de los salarios. La rentabilidad de los bancos coreanos también mejoró durante el primer semestre de 1999, gracias a la recuperación del crecimiento económico y a las ganancias conseguidas en el mercado de valores. Sin embargo, cuando se revisen algunos de los planes de reestructuración de la deuda adoptados por los grandes *chaebol*, es posible que los bancos tengan que asumir nuevas pérdidas.

... pero queda mucho por hacer en otros países

En otros países, los bancos continuaron registrando pérdidas. Para seguir mejorando los balances, será imprescindible que mejoren sus prácticas, como los procedimientos de análisis del riesgo, de aprobación y de seguimiento de los préstamos, así como su rentabilidad mediante la reducción de costos y concentrando sus esfuerzos en sus principales negocios. Las autoridades habrán de continuar velando por el cumplimiento de las nuevas reglamentaciones prudenciales más rigurosas por medio de una estricta supervisión; también tendrán que decidir cuándo y cómo volverán a pasar a propiedad privada los bancos que, en la práctica, han sido nacionalizados. El aumento de la presencia de instituciones financieras extranjeras podría contribuir significativamente a introducir un cambio más permanente en la cultura de la banca asiática en el futuro.

Resultados divergentes y excepcionales en los países latinoamericanos

En América Latina, la evolución macroeconómica tuvo varios rasgos excepcionales el año pasado, no sólo en relación con otras economías de mercado emergentes, sino también en comparación con las tendencias históricas de esta región. En primer lugar, exceptuando sobre todo México, América Latina se encontró en una recesión durante la mayor parte de 1999, y su tasa media de crecimiento fue mucho más baja que en 1998. En segundo lugar, debido a factores tanto internos como externos, las diferencias de crecimiento entre los países se duplicaron. En tercer lugar, en contra de las pautas históricas, ni la depreciación de las monedas ni incluso el abandono de su fijación anterior provocaron un aumento de la inflación.

Influencia de los factores externos

Aunque la mayoría de los países latinoamericanos tienen economías relativamente cerradas, sus bajas y divergentes tasas de crecimiento del año pasado pueden atribuirse en gran medida a las diferencias entre los países en lo que se refiere a las exportaciones y a las variaciones de la relación de intercambio (cuadro III.6). En particular, la relación de intercambio de Argentina sufrió un gran empeoramiento debido sobre todo al bajo nivel de los precios de los alimentos. Por otra parte, sus volúmenes de exportaciones disminuyeron a causa de la depreciación de las monedas de los países vecinos,

de la desaceleración general de la actividad en la región y, sobre todo, de los acontecimientos ocurridos en Brasil, destino de la mayor parte de las exportaciones de Argentina. En México, en cambio, el auge de la economía de Estados Unidos y la subida de los precios del petróleo contribuyeron al crecimiento de sus ingresos por exportaciones. Otros países, como Chile y Perú, se beneficiaron de la recuperación de los precios de los metales, mientras que en Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay, el continuo descenso de los precios de los alimentos y de las bebidas, unido a la débil demanda existente en la región, frenó el crecimiento.

Las políticas y los factores internos también explican buena parte de las diferencias de crecimiento. Un acontecimiento clave fue la devaluación del real *brasileño* a principios de 1999 (gráfico III.7). Le siguió inmediatamente un empeoramiento de las expectativas sobre el crecimiento de la producción y sobre la inflación. Sin embargo, el abandono del sistema de tipo de cambio casi fijo no provocó ninguna crisis, debido principalmente a que la demanda ya era bastante baja y a que la adopción de una política monetaria dura y de nuevas medidas de austeridad fiscal tranquilizó a los inversionistas y contuvo la inflación. Por otra parte, la devaluación no causó graves problemas en el sistema bancario, ya que la mayoría de los bancos tenía un equilibrio satisfactorio entre los activos y los pasivos denominados en dólares y operaciones de derivados bien gestionadas. Gracias en particular a sus grandes carteras de títulos públicos líquidos, de tipo variable e indexados con respecto al dólar, los bancos pudieron hacer frente a las retiradas de depósitos y superar la suspensión de las líneas de crédito por parte de los bancos extranjeros sin sufrir graves problemas de liquidez.

Una vez adoptadas las medidas, comenzaron a disminuir las presiones financieras externas. El FMI anunció un segundo paquete de ayuda financiera en marzo de 1999, y se llegó a un acuerdo informal con algunos de los bancos internacionales para refinanciar las líneas de crédito existentes, lo que permitió a las autoridades bajar los tipos de interés, que habían alcanzado un máximo del 45% a finales de marzo. La suavización de la política monetaria, unida al cambio de los precios relativos resultante de la depreciación de la moneda, provocó una expansión de la producción en el sector de bienes comerciables, aunque la sensibilidad de las exportaciones fue limitada al estar bajando los

La devaluación de Brasil ...

... no provocó ninguna crisis ...

	Crecimiento ¹			Destino ²			
	Precios ³	Volumen	Valor ³	Estados Unidos	Unión Europea	Asia	América Latina
Argentina	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasil	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
México	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

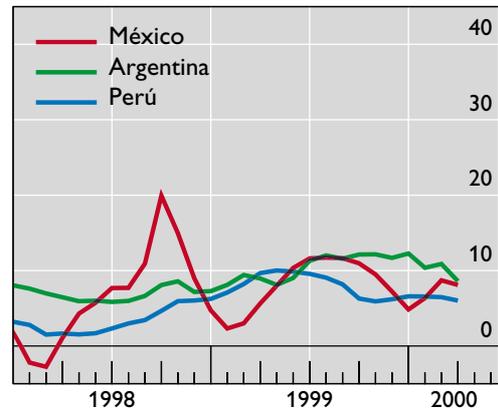
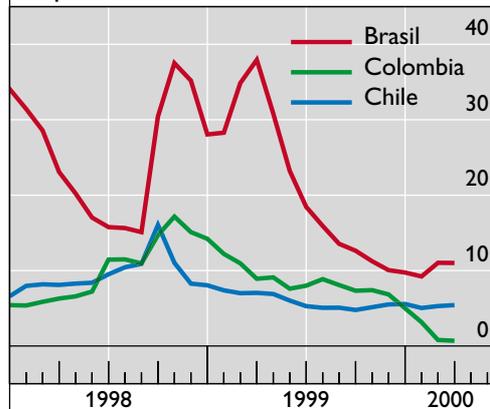
¹ Variación porcentual con respecto a 1998. ² En porcentaje del total de exportaciones. ³ En dólares de EE.UU. ⁴ Hasta el tercer trimestre.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

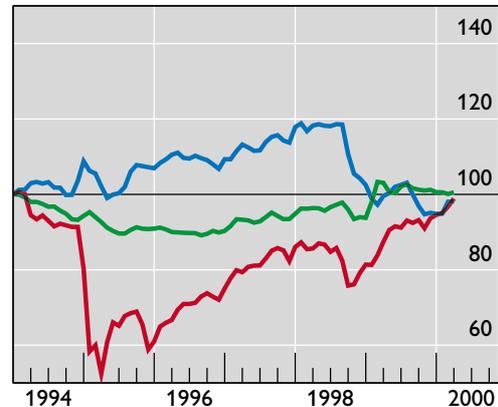
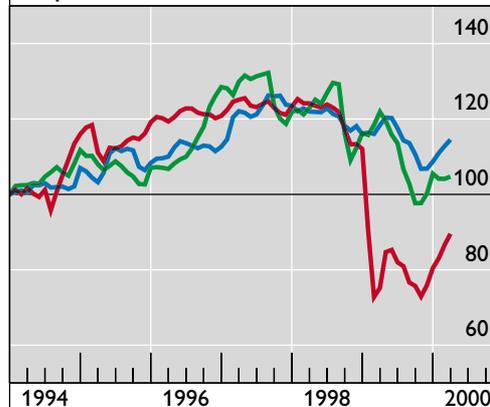
Cuadro III.6

Tipos de interés y tipos de cambio reales efectivos en América Latina

Tipos de interés reales¹



Tipos de cambio reales efectivos²



¹ Tipos a corto plazo deflactados por la tasa anual de inflación, en porcentaje (México: por la inflación anualizada de los meses siguientes). ² En términos de precios de consumo relativos, diciembre 1993 = 100; un aumento indica una apreciación.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico III.7

... si bien el déficit presupuestario fue un motivo de preocupación

precios de las materias primas que constituyen su mayor componente y a causa de la recesión que estaban atravesando los países vecinos.

El restablecimiento de la confianza en Brasil también dependía de que se redujera el déficit presupuestario a un nivel más sostenible (cuadro III.7). Aunque el gobierno acabó logrando un superávit primario de algo más del 3% del PIB, algunas de las medidas adoptadas eran temporales o excepcionales, ya que no se pudo llegar a un consenso para tomar medidas estructurales trascendentales. Por otra parte, como el déficit nominal seguía representando cerca de un 10% del PIB, la preocupación por la estabilidad presupuestaria reavivó la incertidumbre en el mercado de divisas. Para contener el debilitamiento del tipo de cambio, el gobierno recurrió de nuevo a la emisión de bonos indexados con respecto al dólar y acordó con el FMI una reducción del nivel mínimo de reservas internacionales netas. Estas medidas, aunque es posible que aumentaran la vulnerabilidad a más largo plazo, finalmente permitieron bajar aún más los tipos de interés.

La repercusión de la crisis brasileña en México fue bastante limitada, a diferencia de lo ocurrido en casi todos los demás países. El fuerte crecimiento de las exportaciones, facilitado por el persistente dinamismo de la economía de Estados Unidos, limitó la desaceleración de la actividad a principios de 1999, mientras que la demanda interna fue la principal fuente de crecimiento durante el segundo semestre. El consumo privado, impulsado por el elevado crecimiento del empleo y por los efectos-renta de la subida del precio del petróleo, experimentó un enorme crecimiento, al tiempo que la nueva suavización de la política monetaria estimuló la inversión. También merece la pena señalar que, durante los cuatro últimos años, la demanda interna se ha incrementado en total en un 25%, sin que aumentara el crédito bancario. Esta situación se debe en parte a la falta de demanda de préstamos, ya que la inversión empresarial se ha financiado principalmente con entradas de IED. Sin embargo, también se ha debido a la reticencia de los bancos a prestar a los sectores de más riesgo, así como a los lentos progresos realizados en la reestructuración de los balances de los bancos y en la modificación del sistema jurídico por el que se rigen.

Elevado crecimiento en México ...

La recesión de Argentina no debe atribuirse únicamente a factores externos. Los cambios de la situación externa repercutieron directamente en la política interna, debido a la ley de convertibilidad y a la creciente

... pero profunda recesión en Argentina

Saldos fiscales y deuda pública									
	Saldo nominal			Pagos de intereses			Deuda pública		
	1996	1998	1999 pe	1996	1998	1999 pe	1996	1998	1999 pe
	En porcentaje del PIB								
Asia									
China	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hong Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
India	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapur	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwán	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Filipinas	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4	...	...	...
Indonesia	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malasia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Tailandia	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
América Latina									
Argentina	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasil	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombia	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
México	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Perú	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5

Nota: Las comparaciones internacionales deben tener en cuenta el hecho de que las definiciones del sector público varían de un país a otro.
¹ 1997.
Fuente: Datos nacionales.

Cuadro III.7

dependencia de Argentina de la financiación externa. Los tipos de interés subieron tras la devaluación brasileña. Posteriormente, al disminuir los ingresos fiscales como consecuencia de la reducción de los ingresos nominales y al aumentar el servicio de la deuda, era cada vez más dudoso que pudieran alcanzarse los objetivos presupuestarios acordados con el FMI. La incertidumbre y las correspondientes presiones al alza sobre los tipos de interés se vieron agravadas por el temor a que el Estado tuviera dificultades para financiar incluso un aumento moderado del déficit (1,2% del PIB), puesto que ya estaba emitiendo mucha deuda en los mercados internacionales de capitales para financiar el déficit por cuenta corriente y los pagos de la amortización (cuadro III.4). Aunque el anuncio de la adopción de medidas fiscales más rigurosas a finales de año dio un cierto respiro, la necesidad de apoyar el tipo de cambio obligó a mantener altos los tipos de interés. De hecho, la ausencia de un instrumento interno para amortiguar los efectos de los acontecimientos externos negativos quedó patente en el descenso del 2% que experimentaron los precios de consumo durante 1999.

A diferencia de Argentina, *Chile* pudo suavizar la política monetaria en respuesta a la recesión provocada por factores externos a principios de año, y su sólida situación presupuestaria le permitió utilizar la política fiscal anticíclicamente. En cambio, en *Ecuador* y *Venezuela*, países ambos que se beneficiaron de la subida de los precios del petróleo, la incertidumbre sobre la política económica y otros acontecimientos internos provocaron una vertiginosa disminución de la producción.

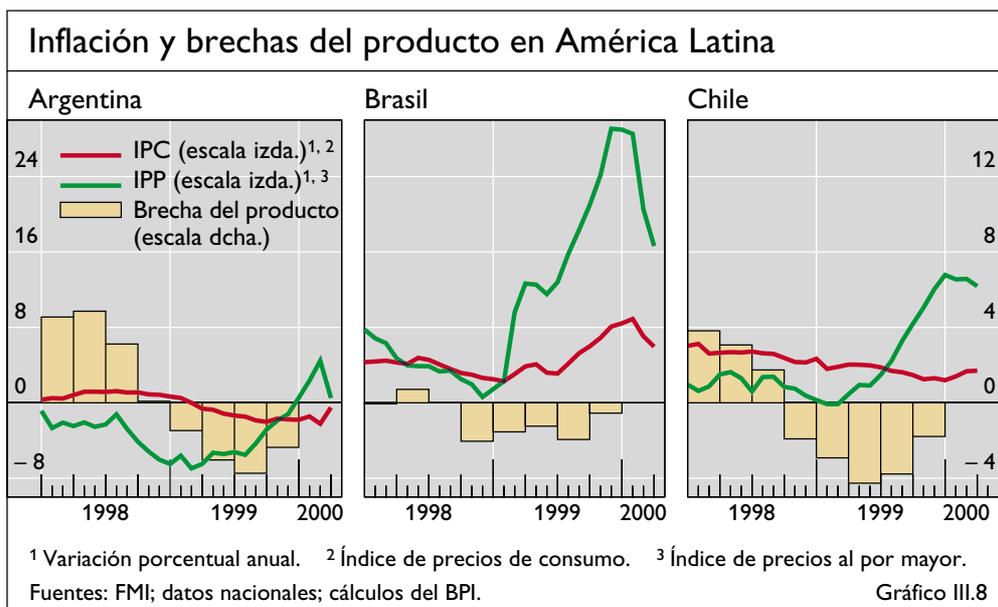
Evolución de la inflación

La contención de
la inflación ...

Uno de los hechos notables observados en América Latina el año pasado fue la contención de la inflación en un nivel bajo en la mayoría de los países. La tasa media de inflación de la región descendió a un 9%, y la mediana a un 4% solamente. Por otra parte, algunos países que tenían tradicionalmente una elevada inflación (Colombia, Uruguay y Venezuela) registraron las tasas de inflación más bajas desde hacía muchas décadas. Este logro fue aún más notable por cuanto los tipos de cambio nominales descendieron en muchos países, y hasta entonces las depreciaciones habían provocado un aumento de las tasas de inflación.

... podría ser
solamente
transitoria ...

Algunos de los factores que contribuyeron a reducir la inflación en 1999 podrían ser solamente transitorios. En primer lugar, la desinflación se importó del resto del mundo a través del descenso de los precios de importación expresados en dólares de Estados Unidos y, en el caso de México, de una apreciación del peso frente al dólar. En segundo lugar, la mayoría de las economías estaban funcionando en un nivel bajo de utilización de la capacidad y en un clima de recesión tal, que las empresas tendieron a reducir los márgenes y los trabajadores plantearon sólo moderadas demandas salariales. En Brasil, por ejemplo, los márgenes de beneficios ya se habían reducido en la mayoría de las industrias manufactureras antes de la devaluación y los salarios reales habían disminuido un 8% a finales de 1999. Por otra parte, la débil demanda contribuyó a que la repercusión de las variaciones de los precios de importación en los precios de consumo fuera relativamente escasa. En otros



países, también parecen haberse reducido los márgenes de beneficios, y apenas han repercutido las variaciones de los tipos de cambio y los precios de importación (gráfico III.8).

Sin embargo, hay varias razones para creer que la baja inflación actual en América Latina podría convertirse en una característica permanente. La desregulación ha mejorado la competitividad de las economías y la liberalización del comercio ha abierto los mercados internos a la competencia extranjera, aun cuando las importaciones siguen representando solamente una pequeña proporción del gasto total. Los mecanismos de indexación también se han eliminado al consolidarse la baja inflación. Por otra parte, dado que la mayoría de los países dejan ahora fluctuar sus monedas y los tipos de cambio han variado, de hecho, en ambos sentidos, las empresas podrían volverse más cautas a la hora de revisar sus precios en respuesta a las variaciones de los tipos de cambio. Por último, conscientes de los riesgos de que rebrote la inflación, las autoridades de la mayoría de los países han mantenido los tipos de interés en unos niveles relativamente altos y se han abstenido de utilizar la política fiscal para atenuar la recesión. Estas prudentes medidas probablemente hayan contribuido a reducir las expectativas inflacionarias y, al invertir en parte la depreciación nominal, también hayan facilitado el control de la inflación efectiva.

... pero podría convertirse en una característica permanente

Grandes desequilibrios externos

Aunque la producción disminuyó o se estancó en la región, los déficit por cuenta corriente continuaron siendo altos, sobre todo en Argentina y Brasil, donde siguieron siendo superiores a un 4% del PIB. Aunque los desequilibrios externos disminuyeron significativamente en Chile y Colombia, continuaron siendo bastante altos en México y en otros países, debido especialmente a la fase del ciclo económico y a la situación mundial relativamente favorable. Un importante factor fue el hecho de que la lenta recuperación o el continuo descenso de los precios de los productos básicos, salvo el petróleo, afectaron

Los grandes déficit por cuenta corriente ...

seriamente a varios países. Por otra parte, es posible que las entradas de IED destinadas a proyectos totalmente nuevos, aunque ayudaron inmediatamente a financiar los desequilibrios de la cuenta corriente, acabaran contribuyendo a agravarlos. Por ejemplo, la inversión extranjera en las empresas de montaje que realizan la mayor parte del comercio entre México y Estados Unidos provoca directamente un aumento de las importaciones de bienes de capital. Esas entradas tienden, además, a aumentar la renta interna y, por lo tanto, a incrementar aún más las importaciones. La inversión extranjera en los sectores de bienes no comerciables también podría ir acompañada de un aumento de los desequilibrios de la cuenta corriente, en la medida en que las empresas obtienen beneficios sin haber aumentado la capacidad de exportación o de sustitución de las importaciones.

... llevan a preguntarse si se mantendrán las entradas de IED ...

Otra cuestión, quizá más importante, es saber si los movimientos de IED podrán mantenerse en el nivel registrado en los últimos años. Las entradas provocadas por las privatizaciones han sido significativas en Argentina, donde el año pasado representaron la mitad de los movimientos totales. Sin embargo, este proceso tiene evidentes límites y, de hecho, en Brasil la proporción de IED relacionada con las privatizaciones disminuyó en 1999. Las fusiones y adquisiciones también fueron importantes, y es posible que a ellas contribuyera el hecho de que las empresas locales parecieran menos caras debido a la bajada del tipo de cambio. Pero las entradas de IED en América Latina también se han visto estimuladas por las reformas estructurales, que han permitido a los extranjeros invertir en un creciente número de sectores y cuyos efectos podrían muy bien dejarse sentir durante varios años. Por otra parte, en los casos en los que la entrada inicial de inversión extranjera fue provocada por privatizaciones, fusiones y adquisiciones, a estas entradas siguió frecuentemente un aumento del stock de capital.

... y a temer por la vulnerabilidad a los tipos de interés extranjeros

A pesar de la relativa facilidad con que se financiaron los déficit por cuenta corriente, el nuevo aumento experimentado el año pasado en la relación entre la deuda externa y el PIB implica que la mayoría de los países latinoamericanos continuaron siendo muy vulnerables a los cambios de la situación financiera internacional, incluida la subida de los tipos de interés en los países industrializados.

África

La debilidad estructural contribuye a la desaceleración del crecimiento

En África, el crecimiento económico se desaceleró, pasando de más de un 3% en 1998 a alrededor del 2¹/₂%, a pesar de la recuperación de la demanda mundial y de la correspondiente mejora de las condiciones financieras. Una vez más, la debilidad estructural básica de África (es decir, su bajo grado de integración en la economía mundial y su excesiva dependencia de la agricultura y las exportaciones de productos básicos) ha hecho que su evolución macroeconómica sea relativamente insensible a los cambios de las condiciones de la demanda mundial, pero sumamente vulnerable a las variaciones de la relación de intercambio. Además, la capacidad de resistencia a las perturbaciones internas es débil debido a la deficiente gestión de los asuntos públicos, la rudimentaria estructura financiera y el bajo nivel de ahorro, por

lo que las diferencias entre las tasas de crecimiento de los distintos países normalmente son mucho mayores que en otros grupos de economías de mercado emergentes. Por ejemplo, las subidas de los precios de los productos industriales, en sí mismas resultado de la aceleración del crecimiento mundial, fueron favorables a la renta real en muchos países africanos en 1999. Sin embargo, las guerras civiles y la pérdida del control monetario en Angola y la República Democrática del Congo, la deflación en Burkina Faso y el Chad y las adversas condiciones meteorológicas en otros países (por ejemplo, en Marruecos) fueron todos factores que afectaron a la producción, provocando una disminución del crecimiento del PIB en África.

Al ser el crecimiento menor de lo previsto, muchos países lograron nuevos progresos en la reducción de la inflación. Exceptuando los dos que perdieron el control monetario, la inflación media disminuyó a alrededor de un 7%, y la tasa mediana, a un 4% solamente, las cifras más bajas de la década de 1990. Al igual que en el pasado, los países de la zona del franco (CFA) fueron los que tuvieron la inflación más baja; de hecho, en la mitad de los países de este grupo los precios o descendieron o subieron menos de un 1%. En cambio, en Malawi y Zimbabue la inflación aumentó a un 45% y un 60%, respectivamente, mientras que en Zambia, Ghana y Sudán lo hizo a cerca del 30%.

Progresos en la reducción de la inflación

El año pasado también hubo divergencias entre los resultados económicos de las distintas regiones (gráfico III.9). Por ejemplo, la disminución del crecimiento en la región del norte se debió principalmente a la significativa desaceleración de la actividad en Marruecos, mientras que el crecimiento relativamente elevado que se registró en la región occidental puede atribuirse a la aceleración de la actividad en Ghana, que contrarrestó con creces los peores resultados de Côte d'Ivoire. Sin embargo, la desaceleración de la actividad de la región central es desconcertante, ya que tres de los países exportadores de petróleo de África (Camerún, Gabón y Nigeria) se encuentran en esta zona. En otros casos, el significativo grado de heterogeneidad existente dentro de las regiones hace que "se compensen" las diferencias entre los resultados de los distintos países. Por ejemplo, la producción experimentó una notable mejora en la región oriental, ya que la reanudación del crecimiento en Etiopía contrarrestó con creces los efectos de la persistente debilidad de los precios de los productos agrícolas en Kenia, Tanzania y Uganda. Asimismo, el bajo crecimiento de la región del sur puede atribuirse principalmente al empeoramiento de la situación económica en Zimbabue y al persistente y lento crecimiento de Sudáfrica.

Notables diferencias de crecimiento entre las regiones

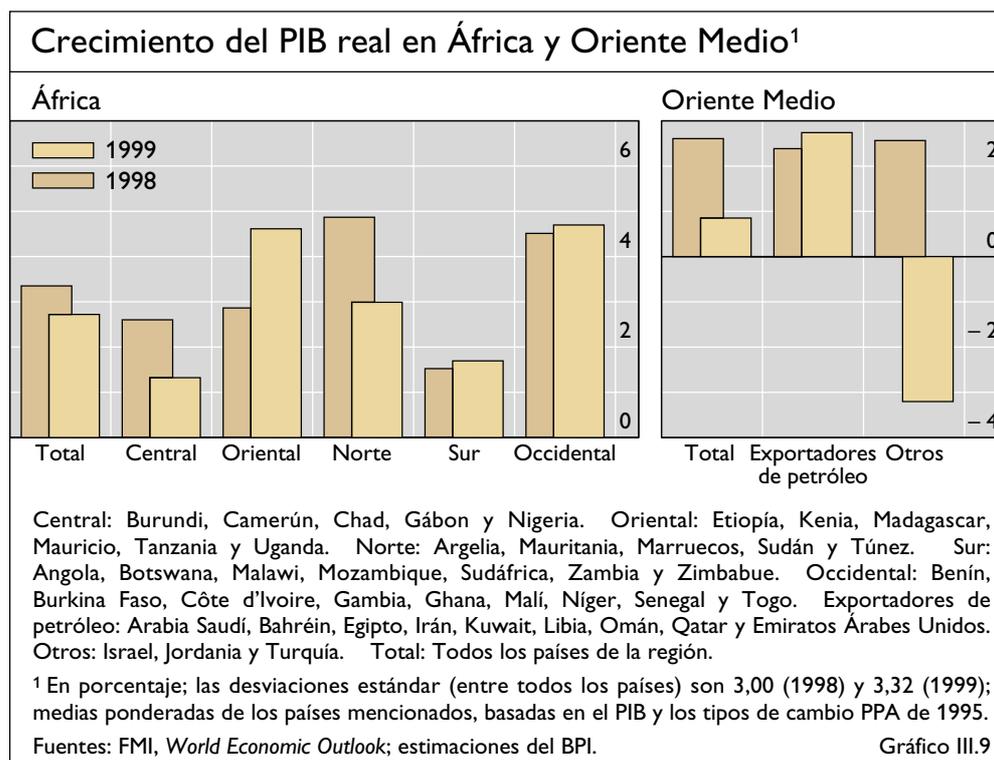
Durante la década de 1990, el crecimiento del PIB de *Sudáfrica* ha sido, en promedio, de un 1% solamente, mientras que la tasa de desempleo ha aumentado a cerca del 40%. Aunque la verdadera tasa de desempleo es algo más baja, puesto que muchos desempleados trabajan en el sector informal o realizan trabajos con contratos no declarados, parece que se necesitarían varios años de crecimiento alto y estable para reducir el desempleo y conseguir una distribución más igualitaria de la renta. Para lograr un aumento del crecimiento de la producción y del empleo, es fundamental que la relación entre la inversión y el PIB, que actualmente es de sólo un 15%, aumente en

Necesidad de conseguir un crecimiento mayor y más intensivo en mano de obra en Sudáfrica

grado significativo, pero también que se moderen algo los salarios reales para inducir a las empresas a instalar más equipo intensivo en mano de obra. Aunque la introducción de un objetivo de inflación para la política monetaria podría contribuir a reducir la inflación y la incertidumbre que la rodea, probablemente no sea suficiente para conseguir que Sudáfrica se convierta en un país más atractivo para la inversión extranjera directa. En la última década, Sudáfrica ha registrado de hecho una salida neta de IED, debido a que el lento crecimiento de la productividad y el nivel relativamente alto de los costos laborales unitarios han reducido los incentivos para realizar inversiones en proyectos totalmente nuevos, en particular.

Obstáculos para la entrada de IED

Sin embargo, es posible que la falta de competitividad no sea la única razón por la que el incremento de las entradas de IED en las economías de mercado emergentes no se ha hecho sentir en Sudáfrica y, de hecho, tampoco en el resto del continente. La incertidumbre política y los deficientes sistemas jurídicos son problemas aún más importantes en algunos países. El aumento de la diversificación de las estructuras de producción y de exportación también acrecentaría el atractivo de las economías africanas como países receptores de IED. Por otra parte, el subdesarrollo del sector financiero y las pequeñas dimensiones de los mercados han continuado impidiendo la necesaria movilización tanto de capital extranjero como de ahorro interno. Así pues, los sectores financieros han seguido siendo pequeños en África en comparación con las economías asiáticas y latinoamericanas más avanzadas. Tomando como indicador del grado de desarrollo del sistema financiero la relación entre el dinero en sentido amplio y el PIB, Argelia, Kenia, Mauricio, Marruecos, Sudáfrica y Túnez son los únicos países que tienen un sistema relativamente desarrollado (cuadro III.8). Por otra parte, el aumento de la intermediación



Indicadores monetarios de África ¹								
	Dinero en sentido amplio		Crédito al Estado		Crédito al sector privado			
	En porcentaje del PIB						En porcentaje del crédito interno total	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Central	20	15	18	6	9	9	33	58
Oriental	36	39	15	12	17	22	47	66
Norte	65	59	28	19	21	29	34	44
Sur	40	43	2	2	48	53	84	85
Occidental	23	22	9	9	15	12	64	61

Nota: Para una explicación de los grupos de países, véase el gráfico III.9.
¹ Media anual del periodo de tres y cuatro años, respectivamente.
Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.8

financiera, medido por medio del crédito al sector privado en relación con el PIB, sólo ha sido modesto.

Aunque la creación de un sistema financiero que funcionara de modo satisfactorio podría contribuir extraordinariamente a la atracción de inversión extranjera, África tiene varios problemas estructurales y políticos en este sentido. En primer lugar, en la mayoría de los países la estructura económica (un elevado peso de la agricultura con una inversión principalmente auto-financiada) tiende inherentemente a producir un bajo grado de intermediación financiera. En segundo lugar, los grandes bancos estatales han dificultado el desarrollo de un sector financiero más eficiente y competitivo. En tercer lugar, hasta mediados de los años 90, los países africanos favorecieron normalmente al sector “real” de la economía por medio de créditos preferenciales a ciertas actividades. Durante la segunda mitad de la década, se adoptaron en forma creciente medidas destinadas a la liberalización financiera, entre las que se encuentran la liberalización de los tipos de interés, la concesión de independencia a los bancos centrales, la autorización de la creación de nuevos bancos y, como consecuencia de ello, un papel más importante para las instituciones financieras en la asignación del capital. Sin embargo, los efectos de estas reformas han sido relativamente limitados hasta la fecha.

Impedimentos estructurales para el desarrollo del sector financiero

Oriente Medio

La inestabilidad de los precios del petróleo en la última década ha reducido indudablemente el crecimiento económico y la inversión en Oriente Medio. Sin embargo, en los últimos años se han observado algunos indicios de recuperación, sobre todo en los países que han adoptado una política más orientada hacia el mercado. Por ejemplo, tras la aplicación de un tipo de cambio unificado a principios de los años 90 y la introducción de amplias reformas estructurales, *Egipto* ha logrado un crecimiento medio de alrededor del 5% en los últimos cinco años, al tiempo que la tasa de inflación ha descendido gradualmente al 3% durante el mismo periodo. *Arabia Saudí* también ha anunciado la adopción de medidas encaminadas a abrir la economía

Las medidas reformistas mejoran los resultados en Egipto

a la inversión extranjera y a diversificar su producción reduciendo el peso del petróleo. Ahora bien, la mejora de los resultados económicos globales registrada el año pasado puede atribuirse sobre todo a la fuerza de los precios del petróleo, que contribuyó a reducir el déficit presupuestario a alrededor de un 6% del PIB, y el déficit por cuenta corriente, a un 3%.

Perturbaciones de la producción en Turquía ...

En *Turquía*, la economía sufrió tres grandes perturbaciones en 1999: la pérdida de importantes mercados de exportación, la retirada de capital extranjero tras la moratoria de la deuda rusa en 1998 y el terremoto de agosto, que causó grandes daños a la economía. Los elevados tipos de interés reales, destinados a reducir la inflación, exacerbaron las tendencias recesionistas durante el primer semestre de 1999 y, según las estimaciones, la producción real cayó un 5%. En *Israel*, la actividad económica también fue bastante débil durante el primer semestre de 1999. Sin embargo, el anuncio de austeridad fiscal y de un objetivo de inflación del 3–4% para los dos próximos años, unido a un aumento de la demanda mundial, parece que ha influido positivamente en las expectativas y la confianza. Como consecuencia de ello, durante el segundo semestre el crecimiento del PIB aumentó a una tasa anual del 5%, impulsado por las exportaciones y el consumo. Por otra parte, a pesar del aumento de la actividad, la tasa de inflación descendió a un 1,3% a finales de 1999.

... pero recuperación en Israel

Europa central y oriental

Evolución de la producción y del comercio exterior

Rápida recuperación en Polonia y Hungría ...

Aunque Rusia se recuperó de la crisis financiera de mediados de 1998 más deprisa de lo que se esperaba en general, la crisis, unida a las secuelas de la guerra de Kosovo, repercutió de forma negativa en los países vecinos. Las economías de Hungría y Polonia se recuperaron rápidamente de la desaceleración de la actividad, con unas tasas de crecimiento del 4–4½%. En Hungría, la recuperación industrial fue impulsada por el sector de la electrónica y un elevado crecimiento de las exportaciones (gráfico III.10). La producción industrial también contribuyó significativamente al crecimiento en Polonia, al tiempo que el aumento de las ganancias salariales reales, unido al persistente dinamismo de los préstamos a los hogares, apoyó el crecimiento del consumo.

... aunque en otros países la producción disminuye ...

En la República Checa, la recesión comenzó en realidad con la crisis monetaria de 1997 y se agudizó más tarde por la austeridad fiscal. El desempleo aumentó rápidamente, haciendo que tanto los salarios nominales como los precios de mercado se moderaran o bajaran. La producción en los países bálticos, al seguir siendo muy dependiente de las exportaciones a Rusia, disminuyó en algunos casos hasta un 4%. En Rumanía, con multitud de problemas internos, la economía se contrajo en un 4% en 1999, y en Croacia, en un 2%. En cambio, Bulgaria parece haber resultado relativamente poco afectada por las crisis de los países vecinos y ha continuado cosechando los beneficios de su sistema de caja de conversión, entre los que se encuentran un crecimiento de la producción del 2½%, un descenso de la inflación a sólo un ¼% y una bajada de los tipos de interés. Igualmente sorprendentes han sido el sólido crecimiento y la situación macroeconómica relativamente estable de la

... pero no en Bulgaria y los países de la CEI

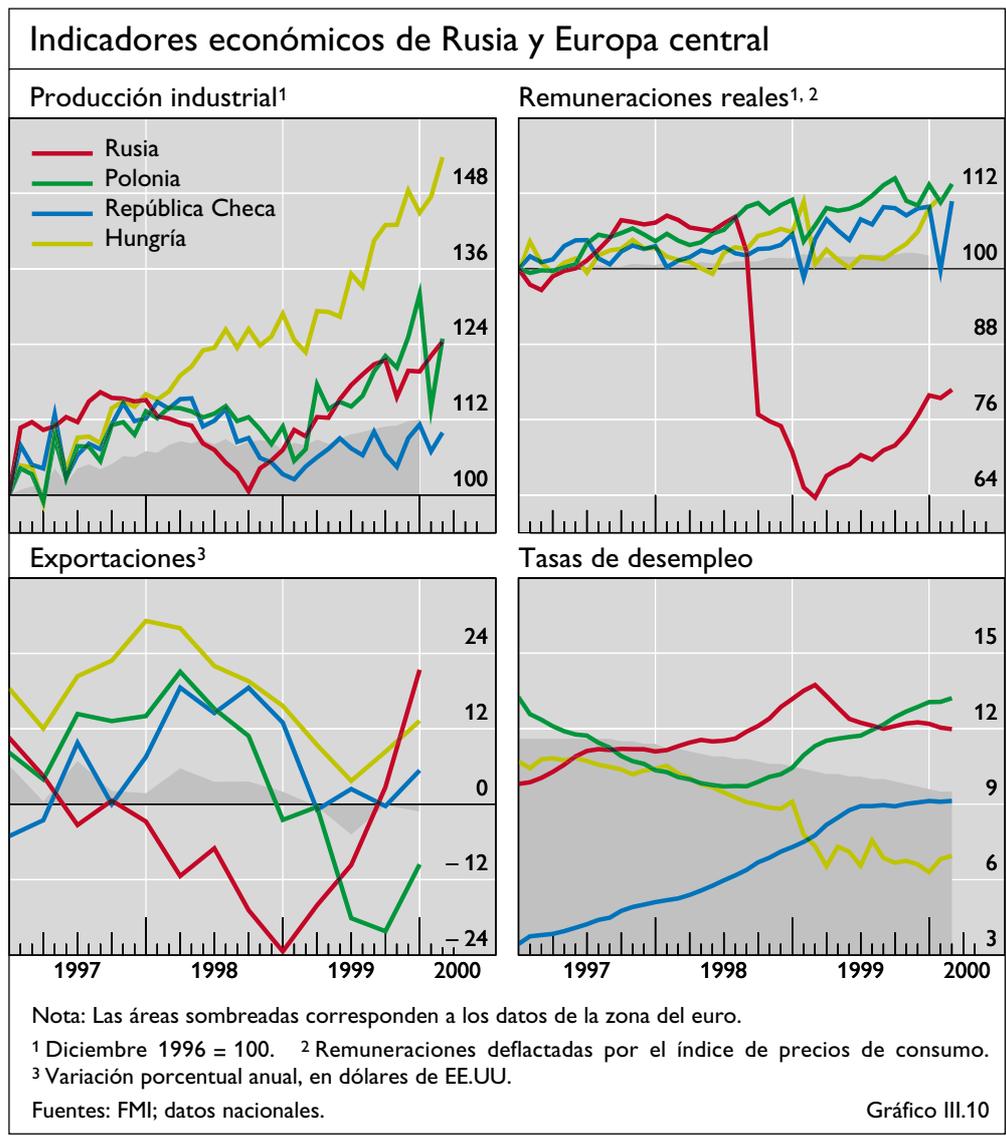
mayoría de los países de la CEI, muchos de los cuales se han beneficiado de la baja inflación importada y de la subida del precio del petróleo.

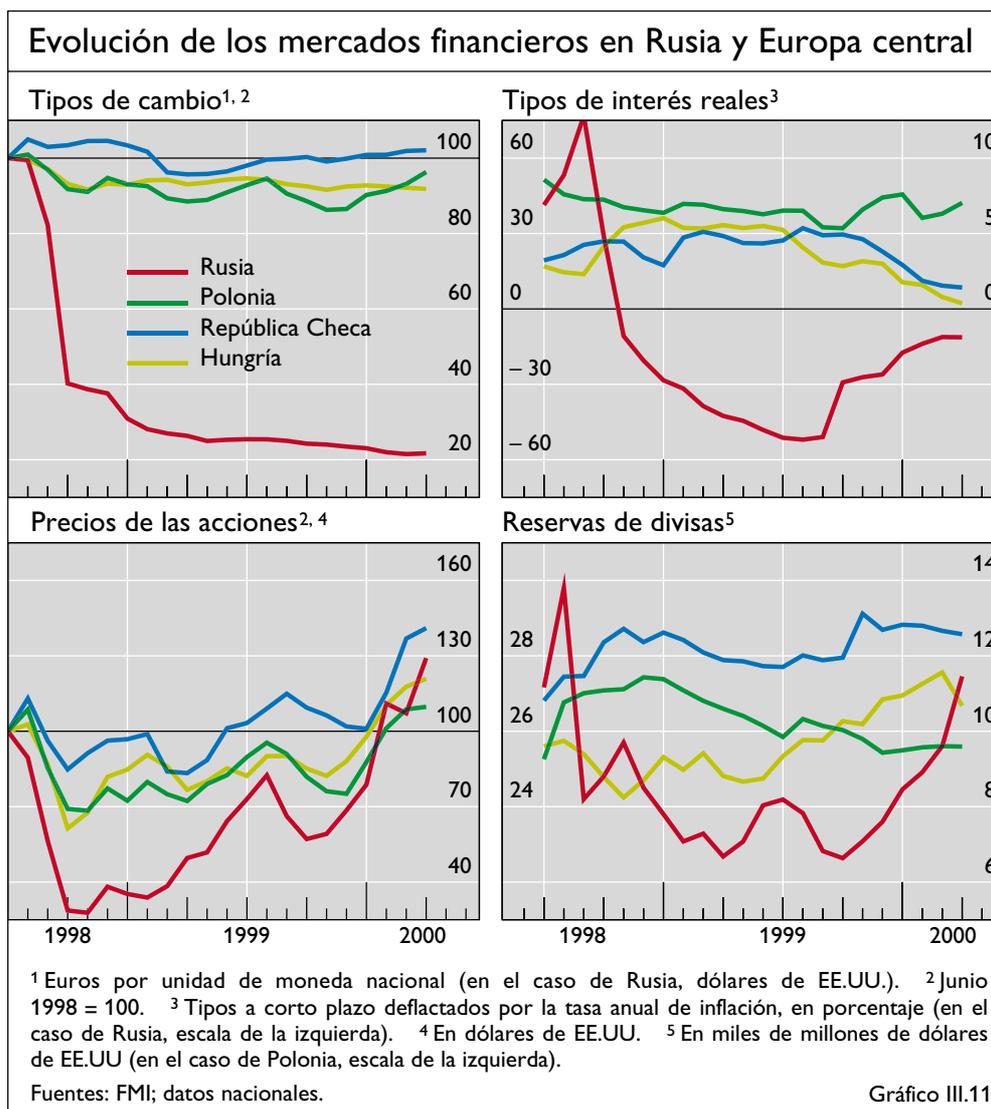
La evolución del comercio exterior y de los desequilibrios de la cuenta corriente fue bastante desigual el año pasado, debido a las diferencias en cuanto a la composición de las exportaciones por mercancías y a su distribución geográfica, así como al crecimiento de la demanda interna. En Hungría, las exportaciones ya habían comenzado a recuperarse a mediados de 1999, y su déficit por cuenta corriente disminuyó. La República Checa también vio mejorar su cuenta corriente, aunque debido principalmente a la débil demanda de importaciones. En cambio, el déficit por cuenta corriente de Polonia aumentó a un 8% del PIB, a causa de una gran pérdida de competitividad en los mercados de exportación. Las presiones a la baja sobre el tipo de cambio en la región generalmente fueron menores que en 1997–98, incluso en los países bálticos, Eslovaquia y Croacia, donde los déficit por cuenta corriente continuaron siendo iguales o superiores a un 6% del PIB (gráfico III.11).

En Rusia, la reanudación del crecimiento en 1999 se debió principalmente a los favorables acontecimientos externos. La considerable subida del precio

Desigual evolución del comercio exterior

Estabilización en Rusia





del petróleo y la sustitución de las importaciones provocada por la gran devaluación de agosto de 1998, se tradujeron en una recuperación de la balanza comercial de 17.000 millones de dólares y en un aumento del PIB del 3,2%. Por otra parte, el resurgimiento del sector manufacturero contribuyó a detener la tendencia ascendente del desempleo. Otros factores positivos fueron la mejora de la recaudación de impuestos y la contención de las presiones inflacionarias al desvanecerse el temor a una hiperinflación y estabilizarse el tipo de cambio entre el rublo y el dólar. Sin embargo, la contención de la inflación se ha conseguido en parte a costa de una vertiginosa disminución de los ingresos reales y de las rentas de los hogares. A finales de 1998, los ingresos reales habían disminuido alrededor de un tercio en comparación con el nivel en el que se encontraban antes de la crisis, y el año pasado sólo recuperaron parcialmente el terreno perdido.

La inflación y la adopción de nuevos regímenes de política monetaria

Aunque la inflación continuó siendo moderada en Europa central debido al débil crecimiento económico durante el primer semestre de 1999, la diferencia entre la tasa de inflación de Europa central y la de la zona euro comenzó a

Aumento de la diferencia de inflación con respecto a la zona del euro

agrandarse de nuevo. En varios países, un crecimiento de los salarios superior al de la productividad constituyó la principal amenaza para la estabilidad de los precios, mientras que las grandes depreciaciones de la moneda o las medidas de liberalización fueron las principales fuerzas inflacionarias en otros. Polonia adoptó a comienzos de 1999 un objetivo de inflación para gestionar la política monetaria, en parte como respuesta a estos acontecimientos, mientras que la República Checa ya había tomado esa misma medida tras la crisis monetaria de 1997.

Polonia estableció inicialmente un objetivo de inflación según el IPC del 8–8,5% para finales de 1999, con la aspiración a más largo plazo de conseguir una inflación inferior al 4% en el año 2003. Aunque el objetivo se redujo en marzo de 1999, la tasa efectiva (9,8%) resultó ser más alta que la fijada como objetivo, debido en parte a la subida de los precios del petróleo, pero también a que la demanda de consumo fue inesperadamente alta. El banco central intentó contener las presiones inflacionarias subiendo los tipos oficiales 3 puntos porcentuales, al tiempo que continuó vigilando el tipo de cambio. La banda de fluctuación del zloty, que ya era grande, se amplió aún más, pasando del $\pm 12,5\%$ al $\pm 15\%$ en marzo de 1999, y las autoridades, en consonancia con la adopción de un objetivo de inflación, decidieron dejar fluctuar la moneda en abril de este año. En la República Checa, a diferencia de Polonia, la inflación neta se quedó muy por debajo del objetivo tanto en 1998 como en 1999. La gran diferencia entre la inflación neta, que no tiene en cuenta el efecto de las modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados, y la inflación general puso en peligro durante un tiempo la credibilidad, ya que parecía que las expectativas sobre la inflación se guiaban más por la segunda. Sin embargo, en respuesta a los bajos niveles de inflación alcanzados y al débil crecimiento económico, las autoridades bajaron significativamente los tipos de interés el año pasado, con un amplio respaldo de la opinión pública.

Las economías de Europa central que optaron por adoptar un objetivo de inflación tuvieron algunos problemas específicos, como consecuencia de su exposición relativamente reciente a un entorno más orientado hacia el mercado y del propio proceso de transición. Entre estos problemas cabe mencionar la necesidad de modelar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y de estimar la repercusión de las grandes oscilaciones de los tipos de cambio en la inflación y en las expectativas sobre la inflación. Los datos de series de tiempo sobre la producción y la productividad son, además, relativamente breves, lo que complica el cálculo de las brechas del producto. Por otra parte, la mayoría de las economías en transición aún no han liberalizado totalmente todos los precios administrados. El gobierno checo se ha comprometido a liberalizar todos los precios regulados a finales del año 2002, lo que podría añadir hasta 3 puntos porcentuales al año a la inflación general. Aunque el objetivo fijado por el banco central se refiere a la inflación neta, este hecho podría conducir a un mayor endurecimiento de la política monetaria si las expectativas inflacionarias y las demandas salariales aumentan en consecuencia. Por último, las pautas de consumo probablemente aún no se han asentado, lo que puede implicar que tanto los índices de precios generales como los subyacentes contengan errores de medición.

La adopción de objetivos de inflación en Polonia ...

... y la República Checa

Problemas para la fijación de un objetivo de inflación en las economías en transición

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El año pasado se produjo un cambio de tendencia en el ciclo de los tipos de interés, y muchos bancos centrales iniciaron un proceso de endurecimiento de la política monetaria a la vista de las presiones que empezaban a sufrir los precios. En las tres principales economías, las autoridades monetarias se encontraron con diferentes fuentes de incertidumbre. Por otra parte, a los bancos centrales les pareció que era cada vez más importante reconocer explícitamente las limitaciones que imponía esa incertidumbre a la hora de elaborar la política monetaria y comunicarse con el público. Una de las ventajas de la transparencia en la información sobre las dificultades que tienen los responsables de gestionar la política monetaria estriba en que puede ayudarlos a conservar su credibilidad, aunque tengan que cambiar de política.

En Estados Unidos, existía incertidumbre particularmente sobre la tasa de crecimiento potencial, así como sobre la situación de los mercados financieros. Había crecientes indicios de que el crecimiento de la productividad a largo plazo podía estar aumentando y complicar la evaluación de las presiones inflacionarias, y el empleo seguía creciendo a un ritmo considerado antes imposible de mantener. Aunque las subidas del tipo objetivo de los fondos federales llevadas a cabo a mediados de 1999 representaron una marcha atrás en las reducciones efectuadas tras las convulsiones de los mercados financieros mundiales de 1998, las subidas realizadas más tarde durante el periodo examinado se debieron al creciente temor de que un exceso de demanda exacerbara las presiones inflacionarias. Al igual que en años recientes, la Reserva Federal continuó preguntándose cuál era la mejor manera de integrar los precios de los activos en las decisiones sobre la política monetaria. En particular, los mercados de acciones siguieron registrando fuertes ganancias, con inciertas consecuencias para el consumo. La necesidad de que la política monetaria tuviera en cuenta las posibles reacciones de los mercados financieros se puso aún más de manifiesto cuando el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) comenzó a anunciar el sesgo de la orientación de su política monetaria inmediatamente después de sus reuniones.

La incertidumbre también fue un tema destacado en Japón. La cuestión principal era saber si las medidas ya tomadas serían suficientes para impedir que una grave recesión engendrara tendencias deflacionarias y, en caso contrario, qué medidas podrían adoptarse para estimular la actividad económica, dado que los tipos oficiales nominales eran, de hecho, cero. Después de disminuir el PIB real durante cinco trimestres consecutivos a partir del cuarto trimestre de 1997 y de bajar los precios de consumo durante el segundo

semestre de 1998 por primera vez en tres años, la economía japonesa se enfrentó a comienzos de 1999 a una considerable desaceleración de la actividad. Al final, la situación económica y financiera mejoró algo, pero apenas existían pruebas de que la recuperación económica tuviera una dinámica propia.

Las experiencias del Eurosistema el año pasado ilustran los problemas de política monetaria que se plantean cuando un panorama económico y financiero nuevo y en rápida transformación afecta tanto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria como a las opiniones sobre los tipos de cambio. El Eurosistema gestionó la política monetaria tan pragmáticamente como lo había anunciado, evitando los intentos de realizar ajustes finos dada la incertidumbre sobre el mecanismo de transmisión y utilizando como indicador el crecimiento de M3 únicamente en las situaciones en las que consideró que los factores temporales no afectaban a su valor informativo. Aunque las decisiones del Eurosistema relacionadas con los tipos de interés generalmente fueron bien recibidas por el público, se criticó su política de información. Algunos observadores consideraban que el grado de transparencia era insuficiente, a pesar de la gran importancia concedida por el Eurosistema desde el comienzo a la claridad y la apertura.

Al igual que en Estados Unidos y la zona del euro, la política monetaria se endureció en todos los países que tenían un objetivo de inflación a medida que transcurría el año. En general, el enorme incremento de la demanda interna, junto con la aceleración del crecimiento mundial y la subida de los precios del petróleo, se tradujo en unas subidas más generalizadas de los precios y llevó a revisar al alza las predicciones de la inflación a medio plazo, justificando así la subida de los tipos de interés a corto plazo.

Estados Unidos

Dos cuestiones ocuparon un lugar destacado en la elaboración de la política monetaria de la Reserva Federal el pasado año. La primera se refiere a la evolución del crecimiento de la productividad y a la escasez de la oferta de mano de obra, así como a la evaluación de sus consecuencias para las perspectivas de la inflación. La segunda está relacionada con la situación de los mercados financieros, concretamente con la interrelación de la política monetaria y los precios de los activos. Ambas cuestiones constituyeron un motivo de incertidumbre para los responsables de la política monetaria. En los últimos años, las tasas de crecimiento de la productividad han sido en algunas ocasiones superiores a las de los años 70 y 80, lo que induce a pensar que la capacidad productiva de la economía ha aumentado ininterrumpidamente. Sin embargo, sigue siendo difícil identificar con seguridad una ruptura en el crecimiento tendencial de la productividad en una fase avanzada de una expansión. En una estrecha relación se halla la dificultad de aislar la influencia de la política monetaria en los precios de los activos, así como los efectos, a su vez, sobre el consumo, el crecimiento económico y la productividad registrada.

A este respecto, podría resultar instructivo analizar el caso de Japón en los años 80. Durante esta década, Japón disfrutó de una baja inflación y de un elevado crecimiento durante varios años, hasta el punto de que fue difícil para

Incetidumbre sobre el crecimiento de la productividad y sobre los precios de los activos

Similitudes y diferencias con la experiencia japonesa previa

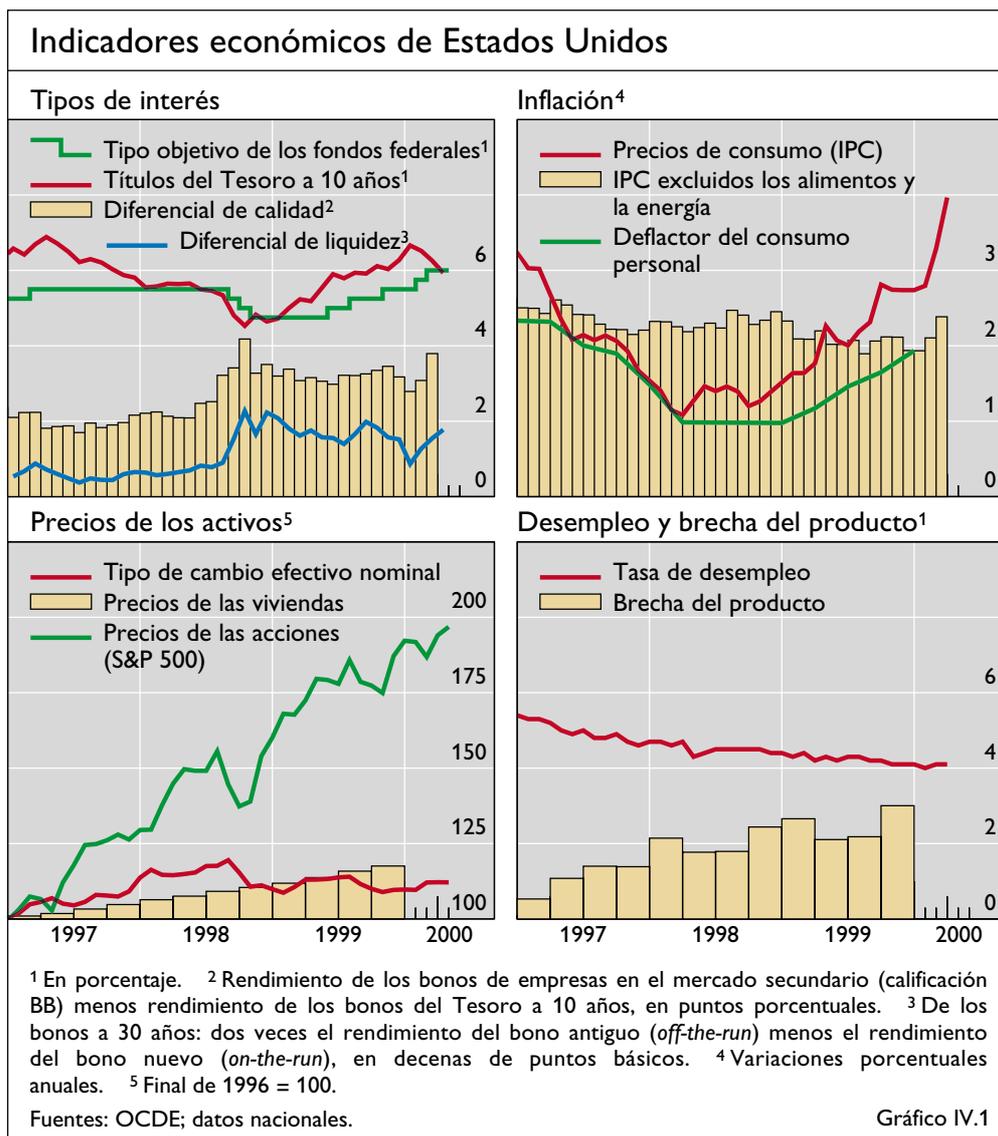
las autoridades económicas distinguir la tendencia del ciclo. Por otra parte, estos acontecimientos se produjeron en un contexto de apreciación del yen, elevadas tasas de inversión y aceleración del crecimiento de la productividad, así como de grandes subidas de los precios de las acciones y de la propiedad inmobiliaria. Para el Banco de Japón la cuestión radicaba en saber si era necesario endurecer la política monetaria y, en caso afirmativo, cómo conseguir el respaldo del público con una inflación benigna y un considerable crecimiento de la productividad. Por otra parte, poco se sabía entonces, como ahora, sobre la rapidez con que podían reaccionar los precios de las acciones a un endurecimiento de la política monetaria. Estas circunstancias parecen similares al caso reciente de Estados Unidos. Sin embargo, la situación de Estados Unidos parece más estable en dos importantes aspectos: la subida de los precios de la propiedad inmobiliaria ha sido considerablemente menor y el sistema bancario parece mucho más sólido. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido antes en Japón, Estados Unidos es un deudor externo con un elevado déficit por cuenta corriente. Por consiguiente, resulta difícil evaluar el balance de riesgos.

Los mercados de deuda se estabilizan ...

En la primera parte del periodo examinado, las consideraciones relacionadas con los mercados financieros desempeñaron un destacado papel en las decisiones sobre la política monetaria. Para comprender su influencia, resulta útil recordar los acontecimientos de finales de 1998. En esa época, una serie de crisis financieras internacionales con consecuencias para la economía de Estados Unidos llevaron a la Reserva Federal a bajar tres veces los tipos de interés. Se temía que una reducción general del crédito acabara paralizando los mercados financieros y desembocara en una recesión. Un hecho sintomático de las convulsiones de los mercados financieros fueron los enormes aumentos del diferencial entre los bonos del Tesoro a 30 años antiguos (*off-the-run*) y los nuevos (*on-the-run*), así como entre la deuda de empresas de menor calificación y los bonos del Tesoro a 10 años. Sin embargo, a mediados de 1999, estos temores se disiparon algo, pues parecía que los mercados financieros funcionaban de nuevo de una manera más normal. La prioridad de la política monetaria pasó a ser entonces dar marcha atrás en el momento oportuno en las reducciones del tipo objetivo de los fondos federales a medida que se estabilizara la situación de los mercados financieros.

... y comienza a endurecerse la política monetaria

Una vez en marcha este proceso, la prioridad de las autoridades durante el año consistió en evitar un rebrote inflacionario y un inoportuno fin de la expansión. La Reserva Federal pensaba que los incrementos patrimoniales generados por los mercados de activos, independientemente de que fueran permanentes o temporales, producirían efectos inflacionarios al elevar la demanda interna existente por encima de la oferta. El descenso de la tasa de ahorro de los hogares, unido a los elevados precios de las acciones, significaba que las ganancias de capital estaban realmente impulsando el consumo, que se convirtió en el principal motor del crecimiento en una fase bien avanzada de la expansión. La Reserva Federal tuvo, pues, que hacer frente a una situación en la que se esperaba que la inflación aumentara si no se controlaba, pero corría el riesgo de provocar un duro aterrizaje si adoptaba una política monetaria demasiado agresiva que afectara en grado



significativo a los precios de las acciones. La probabilidad de que cayera el mercado de valores probablemente dependía en parte de que las subidas de los precios de las acciones se debieran a una burbuja o a un aumento permanente del crecimiento de la productividad. En este último caso, la Reserva Federal podía tener menos razones para temer que cayeran vertiginosamente los precios de las acciones y podía endurecer más la política monetaria ante las presiones inflacionarias.

Los indicadores económicos convencionales también transmitieron señales contradictorias durante todo el año, lo que complicó la gestión de la política monetaria. Después de nueve años de expansión, con un crecimiento del PIB real superior al 4%, un nivel del PIB real más de 2 puntos por encima de las estimaciones tradicionales del producto potencial y un desempleo en su nivel más bajo desde hacía 30 años, cada vez había más razones para temer la acumulación de tensiones inflacionarias subyacentes en la economía de Estados Unidos. El aumento del déficit por cuenta corriente indicaba claramente que la demanda interna superaba a la oferta interna. Además, dos elementos clave que

El crecimiento de la productividad sigue siendo alto, pero aumentan las tensiones en el mercado de trabajo

habían contribuido a la moderada inflación de los últimos años, la apreciación del dólar de Estados Unidos y el descenso de los precios mundiales del petróleo, perdieron intensidad. En cambio, el crecimiento de la productividad continuó superando las expectativas y los costos laborales unitarios siguieron siendo bajos e incluso disminuyeron en los últimos meses de 1999. Comenzó a ser más probable que la productividad hubiera cambiado de tendencia. Por otra parte, la expansión había recibido un fuerte impulso de las considerables inversiones en reestructuración y tecnologías avanzadas, lo que confirmó aún más la teoría de la “nueva economía”. No obstante, aunque los principales indicadores económicos transmitían señales contradictorias sobre la futura evolución de la inflación, cada vez parecía más probable la necesidad de endurecer aún más la política monetaria. Una vez situado de nuevo el tipo objetivo de los fondos federales en un 5,5% en noviembre de 1999, el FOMC continuó subiendo los tipos oficiales durante los primeros meses del año 2000.

Los precios de los activos, la estabilidad financiera y la política monetaria

La evaluación del papel de los precios de los activos en la gestión de la política monetaria plantea muy diversas cuestiones. Una de ellas, de carácter estratégico, es saber si los precios de los activos deben constituir un objetivo independiente de la política monetaria. En muchos países, los bancos centrales tienen la misión de fomentar la estabilidad financiera. Dado que los ciclos de los precios de los activos pueden provocar fallos en el sistema bancario y, como sucede con los ciclos del crédito, suelen preceder a una brusca recesión económica, algunos sostienen que quizá fuera prudente fijar directamente un objetivo para las variables financieras. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con un objetivo de inflación, resulta difícil cuantificar la estabilidad financiera y, por lo tanto, no es fácil saber cuándo ponen en peligro esa estabilidad los precios de los activos. Por otra parte, existe la evidente dificultad de averiguar exactamente cuál es el activo a cuyo precio debe referirse el objetivo entre los muchos candidatos posibles y, una vez elegido, cuál debe ser su nivel objetivo. Y lo que es aún más fundamental, ese tipo de política implicaría lógicamente perseguir con menor vigor el objetivo más tradicional de la estabilidad de los precios de consumo.

Independientemente de que los precios de los activos alteren a veces los objetivos tradicionales de la política monetaria, su influencia en estos objetivos tiene un claro interés para las autoridades económicas. Sin embargo, quedan por resolver muchas cuestiones prácticas relacionadas con la forma en que debe reaccionar la política monetaria a las variaciones de los precios de los activos. Por ejemplo, no está claro que las autoridades puedan responder a estas variaciones sin tomar al menos una postura sobre si son demasiado altos o demasiado bajos en relación con un nivel adecuado. En segundo lugar, existe bastante incertidumbre sobre el papel desempeñado por los precios de los activos en el mecanismo de transmisión monetaria, lo que limita su utilidad para evaluar la política monetaria. Por ejemplo, no se comprende bien ni en qué momento ni en qué medida repercuten los cambios de la política monetaria en los precios de los activos.

No se comprende bien el papel de los precios de los activos

La influencia de la política monetaria en los precios de los activos es incierta, cuando se suaviza como cuando se endurece. Por lo que se refiere al primer caso, las inyecciones de liquidez en momentos de aparentes dificultades financieras podrían facilitar la aparición de un problema de riesgo moral y, posteriormente, incluso la aparición de mayores tensiones en los mercados. De hecho, este tipo de medidas podría validar de manera involuntaria los elevados precios actuales en otros mercados de activos más dinámicos. Es posible que las reducciones del tipo llevadas a cabo por la Reserva Federal a finales de 1998, necesarias para estabilizar los mercados de renta fija, facilitaran al mismo tiempo la recuperación del mercado. En cuanto al segundo, la experiencia japonesa de los años 80 parece demostrar que un endurecimiento rápido de la política monetaria contendría los precios de los activos y frenaría la formación de una burbuja. Sin embargo, en la práctica, una política monetaria algo más dura, al indicar la firme determinación del banco central de luchar contra la inflación, podría infundir en el mercado una confianza aún mayor en la viabilidad de la expansión, lo que podría ir en contra del objetivo buscado por la política monetaria. Así pues, desinflar suavemente las burbujas de los precios de los activos puede ser difícil. De hecho, cabe que las autoridades monetarias sólo puedan eliminar las burbujas aparentes mediante medidas duras. Al margen de otras consideraciones relacionadas con la fijación de objetivos para los precios de los activos, las autoridades monetarias serán lógicamente reacias a adoptar tal tipo de medidas si no saben con certeza que existe una burbuja. Dado que sólo es posible tener esa certeza en una fase avanzada del ciclo, ese momento puede ser demasiado tarde para aislar a la economía de las consecuencias de un ajuste de los precios de los activos.

Posibles riesgos de la respuesta a los precios de los activos

Anuncio del sesgo

La necesidad de tener en cuenta la interrelación de las percepciones de los mercados financieros y la política monetaria también quedó patente el año pasado cuando la Reserva Federal decidió anunciar el sesgo de la orientación de su política monetaria inmediatamente después de las reuniones del FOMC. Hasta mayo de 1999, el sesgo sólo se hacía público cuando se publicaban las actas de esas reuniones. El nuevo procedimiento refleja una disposición aún mayor de la Reserva Federal a dar a conocer sus operaciones.

El significado del sesgo nunca estuvo totalmente claro para el público. Algunos pensaban que ayudaba a conseguir el consenso de los miembros del FOMC sobre el objetivo fijado, al permitir manifestar las opiniones discrepantes. Otros creían que otorgaba autoridad al presidente para introducir cambios discrecionales en la política monetaria entre las reuniones. Otros, a su vez, pensaban que indicaba el sentido en el que se esperaba que variara realmente el tipo de los fondos federales. A pesar de esta falta de claridad, el examen de las variaciones experimentadas por los tipos a futuro de los fondos federales vigentes en torno a las reuniones del FOMC desde mayo de 1999 parece indicar que los mercados ni se sorprendieron ni reaccionaron mucho al sesgo cuando se anunció simultáneamente con la orientación de la política monetaria. No obstante, aunque no se apreció una variación en la conducta del mercado de bonos, parece que el anuncio del sesgo provocó

Significado poco claro del sesgo

breves reacciones en los mercados de activos. Para disipar cualquier posible confusión, la Reserva Federal revisó de nuevo su procedimiento de información en febrero de 2000, dejando claro que el sesgo pretende transmitir la opinión unánime del FOMC sobre las incertidumbres que rodean al crecimiento y la inflación futuros en un horizonte que va más allá de la siguiente reunión del FOMC.

Japón

Dado que los precios de consumo se mantenían constantes o bajaban ligeramente y la brecha del producto era grande y creciente, la política monetaria de Japón se dedicó el año pasado a impedir que la economía desarrollara nuevas tendencias deflacionarias.

La política de tipo de interés nulo ...

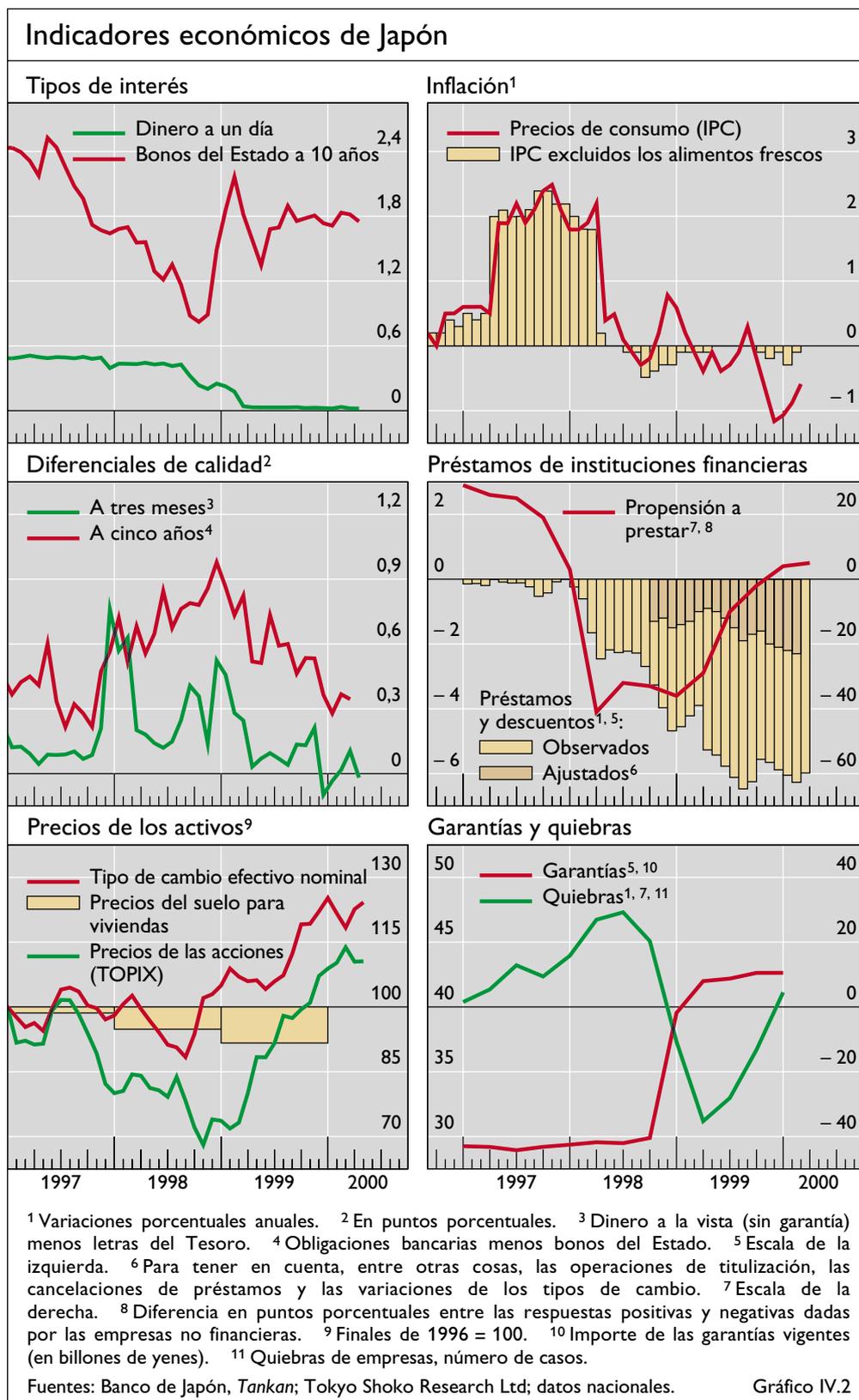
... se mantiene

Con los tipos de interés a un día ya bajados a cero en marzo de 1999, no era posible suavizar aún más la política monetaria a través de la vía tradicional de los tipos de interés. Como los tipos de interés a largo plazo subieron significativamente a finales de 1998 y principios de 1999 en respuesta a las medidas fiscales anunciadas para apoyar la actividad económica, dada la impresión de que había disminuido la demanda de bonos del Estado a largo plazo por parte del sector público, el Banco de Japón anunció en abril su intención de mantener los tipos de interés a corto plazo en cero hasta que desaparecieran los temores deflacionarios. Esta medida, que pretendía presionar a la baja sobre los rendimientos de los bonos, provocó durante la primavera una disminución de los rendimientos a 10 años. Los indicios de que habían mejorado las perspectivas económicas a medida que transcurría el año condujeron a que en el verano se especulara con la posibilidad de abandono de la política de tipo cero, y provocaron un aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo a algo menos de un 2%. Por otra parte, y lo que es más preocupante, el yen comenzó a apreciarse bruscamente, lo que frenó la actividad. Esta apreciación sólo se invirtió en parte cuando, casi a finales de año, se comenzó a pensar que la economía estaba más débil de lo pensado anteriormente.

Disminuye la preocupación por las instituciones financieras

Aunque la política fiscal continuó siendo el sostén fundamental de la actividad, también existían crecientes indicios de que las medidas adoptadas un año antes para estabilizar el sistema financiero comenzaban a dar sus frutos. La adopción de garantías crediticias, la expansión de los préstamos a través de instituciones financieras públicas, el cierre de las instituciones financieras insolventes y la recapitalización de varios grandes bancos fueron medidas destinadas todas ellas a apoyar el crecimiento del crédito y transmitir confianza al público. La reducción de las primas de riesgo de los créditos en el sistema bancario, la mejora de la propensión a prestar y la subida de los precios de las acciones eran señales positivas de que estaban mejorando realmente las opiniones sobre la salud del sistema financiero. Sin embargo, a pesar de este cambio de opinión, apenas había pruebas sólidas de que hubiera mejorado significativamente la situación financiera subyacente. Por ejemplo, los préstamos bancarios continuaron disminuyendo, debido a la débil demanda de crédito por los grandes prestatarios y a la preocupación de los acreedores por la situación financiera de los pequeños prestatarios particularmente.

Reduciendo a cero los tipos de interés del dinero a la vista, el Banco de Japón dedicó su principal instrumento a apoyar la economía. Seguía siendo difícil saber si podía utilizar otras medidas excepcionales para suavizar aún más las condiciones monetarias. Algunos observadores, entre los que se encontraba



el propio Banco de Japón, sostenían que la adopción de nuevas medidas para expandir la base monetaria, mediante operaciones de mercado abierto o de una intervención no esterilizada en el mercado de divisas, sería ineficaz, ya que las instituciones financieras volverían a depositar su liquidez adicional en el banco central. De hecho, se sugirió que tales medidas podían ser contraproducentes si ponían en peligro la independencia del Banco de Japón y provocaban una subida de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, otros observadores pensaban que un aumento de la base monetaria podía llevar a las instituciones financieras a comprar activos de mayor rendimiento, incluidas las obligaciones emitidas por empresas y los bonos del Estado a más largo plazo, lo que podría reducir sus rendimientos y estimular la actividad. También se ha dicho que el Banco de Japón podría ampliar su variedad de operaciones a lo largo de la estructura de vencimientos e incluso realizar operaciones directamente en una variedad más amplia de instrumentos. Sin embargo, esto plantearía importantes cuestiones relacionadas con la calidad de los activos y con el grado apropiado de riesgo de los tipos de interés, lo que podría afectar a la independencia del banco central si sufriera grandes pérdidas.

Consideración de la posibilidad de adoptar un objetivo de inflación

La posibilidad de que el anuncio de un objetivo explícito de inflación contribuyera a aumentar las expectativas inflacionarias en Japón y redujera los tipos de interés reales esperados por debajo de cero también suscitó un debate público el año pasado. El Banco de Japón señaló que las propuestas para introducir un objetivo de inflación en Japón eran de dos tipos. Algunos observadores habían sugerido que se fijara un objetivo numérico muy superior a la banda de estabilidad de los precios. Dados los costos de la inflación, las dificultades de controlar un rebrote inflacionario y el hecho de que la economía ya daba algunas muestras de recuperación, el banco central no era partidario de esta opción. Otros observadores habían propuesto que el banco central adoptara una estrategia más clásica de objetivo de inflación. Según el banco central, esta propuesta también planteaba cuestiones más generales relacionadas con la manera de mejorar la transparencia y la responsabilidad de la política monetaria, y anunció que analizaría estas cuestiones exhaustivamente. Ningún país ha adoptado hasta ahora un objetivo de inflación en un intento de aumentar la inflación, por lo que la situación de Japón es muy diferente de la de otros países. Por otra parte, la adopción de un objetivo de inflación en la situación actual tal vez planteara problemas de credibilidad, ya que podría ser difícil convencer al público de que el banco central tiene suficientes instrumentos para elevar la inflación hasta la banda fijada como objetivo si los precios comenzaran realmente a bajar.

“Tope mínimo cero para los tipos”

Las experiencias recientes de Japón brindan una oportunidad única para evaluar la importancia del hecho de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos, el llamado “tope mínimo cero para los tipos”. Algunos observadores han afirmado que, dado ese tope, no sería correcto que la política monetaria persiguiera un nivel de inflación tan bajo como cero. En tales circunstancias, sería muy difícil conseguir unos tipos de interés reales negativos si ello fuera necesario con fines coyunturales. Sin embargo, los datos históricos inducen a pensar que esta conclusión es discutible. Una de las razones se halla en que los tipos de interés reales a corto plazo rara vez han sido negativos, lo

cual indica que los bancos centrales no han sentido muchas veces la necesidad de contar con unos tipos negativos para estimular la economía. Asimismo, no ha habido casi ninguna ocasión en la que los bancos centrales se hayan visto obligados a bajar los tipos de interés nominales a niveles cercanos a cero. De hecho, sólo ha habido algunos episodios históricos en los que los tipos de interés nominales han sido de cero, básicamente en Estados Unidos a finales de la década de 1930 y en Japón el año pasado, y en ambos casos se trató de situaciones en las que el mal funcionamiento del sector financiero ejerció bruscas presiones contractivas sobre la economía. Posiblemente sea mejor interpretar estos casos como una demostración de la importancia de mantener un sistema financiero sólido más que como evidencia de que un objetivo de inflación cero está asociado con malos resultados macroeconómicos.

La zona del euro

El Eurosistema tuvo que hacer frente a un clima incierto durante el primer año de existencia del euro. Tras la debilidad de la demanda mundial después de las crisis que afectaron a muchas economías de mercado emergentes, el dinamismo económico había disminuido bruscamente en la zona del euro en 1998. Al deteriorarse la confianza, disminuir el crecimiento real, reducirse la inflación de los precios de consumo y descender los precios al por mayor, había una situación de debilidad a principios de 1999, lo que llevó a temer que pudieran surgir presiones deflacionarias. Aunque la situación económica inducía a pensar que era necesario suavizar la política monetaria, las presiones políticas ejercidas sobre el Eurosistema para que bajara los tipos de interés desembocaron en una situación en la que hacerlo podía repercutir negativamente en su credibilidad. Al final, el Eurosistema tomó medidas en abril de 1999 y bajó su tipo oficial 50 puntos básicos, situándolo en un 2,5%, en un intento de fomentar la recuperación.

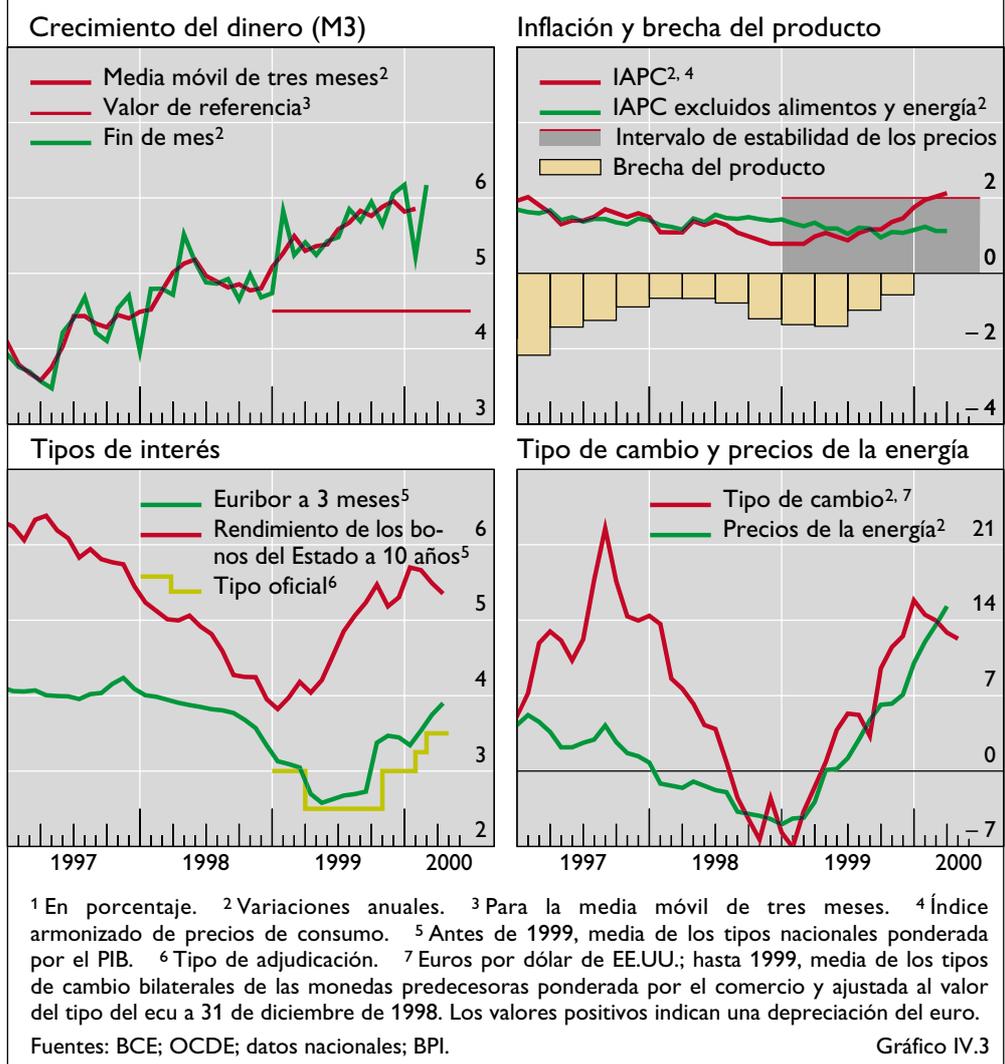
Clima incierto

Esta decisión se tomó en un contexto de señales contradictorias de los dos “pilares” que utiliza el Eurosistema para elaborar la política monetaria: el crecimiento de M3 y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia gama de indicadores económicos. Al presentar su estrategia, el Eurosistema indicó que no reaccionaría automáticamente a las desviaciones del crecimiento del dinero con respecto al valor de referencia, sino que, dado el caso, realizaría nuevos análisis para averiguar si estaba en peligro la estabilidad de los precios. Por lo tanto, aunque el crecimiento de M3 sobrepasó el valor de referencia del 4,5% a principios de 1999, el análisis global de la situación monetaria no mostraba un aumento de las presiones inflacionarias, por lo que se concedió más importancia al segundo pilar en la elaboración de la política monetaria.

Diferentes señales de los dos pilares

Tras la mejora de la situación externa y la depreciación del euro, la actividad económica mejoró gradualmente durante el año. El índice general de inflación, recogido en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), subió de alrededor de un 1% en el primer trimestre de 1999 a un 2% a principios de 2000, debido a estos acontecimientos y a una brusca subida de los precios de los productos básicos. Aunque el Eurosistema ha definido la

Indicadores económicos de la zona del euro¹



estabilidad de los precios como una inflación inferior al 2%, ha hecho hincapié en que las subidas temporales de los precios que sobrepasen este nivel no deben considerarse incompatibles con la estabilidad de los precios. Por otra parte, la inflación subyacente, calculada excluyendo del IAPC los precios de los alimentos y de la energía, continuó su tendencia decreciente durante el año. Sin embargo, dado que las previsiones indicaron durante el otoño un aumento del riesgo de inflación, entre noviembre de 1999 y abril de 2000 el Eurosistema subió en repetidas ocasiones su tipo oficial 125 puntos básicos en total, situándolo en un 3,75%, lo que redujo el grado de acomodación de la política monetaria. Estas decisiones se tomaron en función de la información procedente de ambos pilares y a la luz de la continua depreciación del euro, que podía poner en peligro la estabilidad de los precios a través de su repercusión en los precios de importación.

Credibilidad y transparencia

Podría decirse que la prueba más importante del Eurosistema el año pasado fue demostrar su compromiso de mantener la estabilidad de los precios y su

capacidad para lograrlo en un entorno en permanente transformación. Aunque la claridad de su mandato y el grado de independencia concedido por el Tratado de Maastricht tenían por objeto facilitar este proceso, la gestión de la política monetaria para alcanzar dicho objetivo resultó complicada. Uno de los problemas consistía en que apenas había precedentes históricos de que a un banco central se le encomendara de repente la gestión de la política monetaria de una zona de grandes dimensiones, sujeta a rápidos cambios y económicamente diversa. Por otra parte, la llegada del euro introdujo un profundo cambio en el marco económico de cada uno de los países miembros y provocó cambios estructurales cuya importancia es desconocida. Era inevitable, pues, que el mecanismo de transmisión monetaria de la zona del euro se entendiera mal durante algún tiempo.

Modificación del mecanismo de transmisión monetaria ...

Otra fuente de incertidumbre está relacionada con el marco de la política monetaria. Apenas existen dudas de que los componentes fundamentales de este marco —la clara declaración de que la estabilidad de los precios es el objetivo primordial de la política monetaria y una definición numérica para que sea operativa— se comprendían perfectamente y gozaban de un firme respaldo del público. No obstante, parece que la utilización de dos pilares ha sido más difícil de explicar. Al ser uno de ellos un valor de referencia numérico del crecimiento de M3, en algunos círculos se pensó erróneamente que el marco equivalía a la fijación de objetivos monetarios, a pesar de las aclaraciones del Eurosistema en sentido contrario. Aunque las indicaciones transmitidas por los dos pilares deberían tener normalmente las mismas implicaciones para la política monetaria, en varias ocasiones fueron contradictorias, lo que restó transparencia a las decisiones de política monetaria. Por otra parte, las acusadas variaciones del tipo de cambio plantearon también cuestiones de credibilidad, a pesar de las repetidas declaraciones del Eurosistema de que el tipo de cambio sólo entra en el marco de la política monetaria a través de su repercusión en el conjunto de indicadores utilizado para analizar la inflación. El Eurosistema deberá aclarar una y otra vez la importancia relativa de los dos pilares hasta que haya acumulado un considerable historial de estabilidad de los precios.

... que complica el marco de la política monetaria

Información potencialmente contradictoria

El Eurosistema, como nuevo banco central, suscitó un interés comprensible, aunque a veces quizá excesivo. La adopción de determinadas prácticas, incluidas las relativas a la transparencia y a los métodos abiertos de comunicación con los mercados financieros, que en algunos aspectos van incluso más allá de las de otros respetados bancos centrales, ha pasado desapercibida o ha provocado un sorprendente grado de controversia. Por ejemplo, no siempre se ha apreciado en su justa medida el hecho de que, aun cuando muchos bancos centrales publican un profundo análisis de los acontecimientos económicos trimestralmente, el Eurosistema publica un análisis mensual. De igual modo, se ha prestado poca atención al hecho de que, a diferencia de la Reserva Federal y del Banco de Japón, el Eurosistema ha adoptado públicamente una definición numérica de la estabilidad de los precios.

Atención más vigilante del público

Las declaraciones aparentemente contradictorias de algunos miembros del Consejo de Gobernadores, e incluso de políticos elegidos, sobre los

Necesidad de que haya una sola voz

niveles adecuados de los tipos de interés y de los tipos de cambio no han contribuido a que el público comprenda la gestión de la política monetaria del Eurosistema. Aunque es deseable que los que tienen encomendada la tarea de fijar los tipos de interés expongan públicamente sus opiniones sobre la situación económica y sobre el mecanismo de transmisión, es posible que los comentarios malinterpretados como una indicación de las intenciones inmediatas de la política monetaria hayan aumentado la incertidumbre en lugar de reducirla.

No se publican las actas y los resultados de las votaciones ...

A lo largo del año, la decisión del Eurosistema de hacer públicas las actas detalladas de las reuniones del Consejo de Gobernadores, incluidos los resultados de las votaciones, fue objeto de bastantes críticas. Aunque todo el mundo coincide en que la claridad es fundamental para la eficacia de la política monetaria, la transparencia tiene muchas dimensiones. Aun cuando los bancos centrales han fomentado la claridad sobre sus objetivos, sus instrumentos, sus procedimientos para tomar decisiones, sus decisiones relacionadas con la política monetaria y las principales razones para tomarlas, todavía son muchos los que no publican las actas y los resultados de las votaciones. Una de las razones es la idea de que de esa manera se puede mantener la política monetaria alejada del proceso político, lo que puede reforzar la independencia del banco central y reducir las posibilidades de interferencias políticas en la elaboración de la política monetaria. El respaldo de la política monetaria por parte del público también es fundamental para su eficacia. Si se fomenta el reconocimiento de la política monetaria como una cuestión técnica gestionada de una manera apolítica, es más fácil lograr ese respaldo. Estas consideraciones pueden ser especialmente importantes en el caso del Eurosistema, que se enfrenta a un entorno político excepcionalmente complejo, en el que la revelación de las posturas de los representantes nacionales por medio de la publicación de las actas y de los resultados de las votaciones podría exponerlos a las presiones de los grupos de intereses nacionales.

... en un complejo entorno político

Publicación de las predicciones

El Eurosistema también ha sido criticado por no publicar sus predicciones de la inflación. Aunque ha declarado su intención de hacerlo, tanto los bancos centrales que pertenecen a la zona del euro como los no pertenecientes se preguntan cuál es la mejor manera de proceder. Una de las cuestiones se refiere a la “propiedad” de las predicciones. Para que éstas se consideren representativas de las opiniones de los miembros del grupo que elabora la política monetaria, es esencial que participen plenamente en su preparación. Por razones geográficas, eso será difícil en el caso del Eurosistema, ya que la mayoría de los miembros del Consejo de Gobernadores reside en su país de origen. Una alternativa sería que el personal del Eurosistema realizara proyecciones a las que, si quisieran, pudieran recurrir los responsables de la política monetaria para fijar los tipos. En este caso, la publicación de una predicción no mejoraría necesariamente la transparencia sobre los factores que influyen en las decisiones de política. La publicación de predicciones también plantearía problemas si influyeran negativamente en los procesos

“Propiedad” de las predicciones

económicos; por ejemplo, las predicciones del crecimiento de los salarios podrían convertirse en un mínimo en las negociaciones centralizadas.

Otra cuestión se halla en saber cuál es la forma mejor de hacer públicas las predicciones. El quid del problema está en que las predicciones normalmente parten del supuesto de que los tipos oficiales se mantienen constantes durante el periodo de la proyección, y sus predicciones de la senda de la inflación y la producción pueden no ser deseables. Podrían constituir, pues, la base de las futuras variaciones de los tipos de interés que influirían en la situación económica, lo que podría hacer que las predicciones fueran internamente incoherentes. Aunque éstas podrían basarse en las respuestas endógenas de la política monetaria, dejarían de ser pertinentes en el caso de la inflación, ya que siempre estarían de acuerdo con lo previsto en el horizonte fijado por el banco central para alcanzar sus objetivos. El público se interesaría por la evolución de los tipos oficiales contenida implícitamente en las predicciones. Sin embargo, los bancos centrales pueden no estar dispuestos a publicar proyecciones de los tipos de interés futuros a corto plazo, ya que corren el riesgo de que cualquier desviación de los tipos oficiales con respecto al nivel predicho, aunque sea causada por nueva información, se interprete como un artificio del banco central y dañe su credibilidad. Por último, la información sobre la senda esperada de los tipos de interés no tiene por qué ser necesariamente útil para el público, a menos que se especifique para empezar cómo se determinan los tipos de interés a corto plazo. Es esencial conocer la función de reacción de las autoridades para saber cuáles son las implicaciones de la nueva información para los instrumentos de la política monetaria.

Complejidad de la comunicación

Países que tienen un objetivo de inflación

Durante la primera mitad de la década de 1990, varios países industrializados adoptaron objetivos explícitos de inflación; entre ellos, Nueva Zelandia, Canadá, el Reino Unido, Suecia y Australia. El año pasado, Suiza adoptó una estrategia similar, basada en una amplia gama de indicadores, para conseguir la estabilidad de los precios definida en función de las predicciones de la inflación. Las economías de mercado emergentes también tienden a adoptar estrategias basadas en objetivos explícitos de inflación; entre ellas se encuentran las de Brasil, Polonia, la República Checa y Sudáfrica, países que han anunciado recientemente objetivos de ese tipo.

En los países industrializados que tienen un objetivo de inflación, los tipos oficiales bajaron en general en 1998 y a principios de 1999, debido principalmente a que la inflación descendió hasta situarse cerca del extremo inferior de la banda fijada como objetivo a causa de la desaceleración del crecimiento mundial y de los considerables descensos de los precios de los productos básicos. En cambio, a medida que transcurría el tiempo, el crecimiento mundial se recuperó, los precios del petróleo subieron vertiginosamente y los de otras materias primas se estabilizaron o subieron levemente, por lo que se endureció la política monetaria en estos países.

Endurecimiento general de la política monetaria

Inflación y tipos oficiales en los países que tienen un objetivo de inflación¹

— Inflación del IPC — Inflación subyacente² ● Predicción del mercado³ — Objetivo de inflación — Tipo oficial⁴



Nota: Suiza no tiene un objetivo de inflación, sino que utiliza una estrategia de predicción de la inflación basada en una amplia gama de indicadores, dirigida principalmente a un objetivo numérico para la estabilidad de los precios.

¹ Tasas de inflación: variación porcentual anual. Canadá, Suecia, Australia (desde octubre de 1998) y Nueva Zelanda (desde 2000): se fija un objetivo para la inflación del IPC; Reino Unido (y anteriormente también Australia y Nueva Zelanda): se fija un objetivo para la inflación subyacente. ² Suiza y Canadá: IPC, excluidos los precios de los alimentos y de la energía (en el caso de Canadá, excluidos también los impuestos indirectos); Reino Unido: índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios; Suecia: IPC, excluidos los impuestos indirectos, las subvenciones y los gastos en intereses hipotecarios; Australia: IPC, excluidos los alimentos de temporada, la gasolina, los pagos de los intereses hipotecarios, las tarifas del sector público y otros precios volátiles (la publicación se suspendió en junio de 1999); Nueva Zelanda: IPC, excluidos los servicios crediticios. ³ Del IPC anual o, en el caso del Reino Unido y Nueva Zelanda, la inflación subyacente; encuestas realizadas en abril de 2000. ⁴ Suiza: Libor a tres meses (el rango objetivo se fija en 50 puntos básicos por encima y por debajo del Libor); antes de 2000, tipo Lombard; Canadá: límite superior del rango de control de la inflación; Reino Unido y Suecia: tipo de recompra; Australia: tipo al contado; Nueva Zelanda: tipo al contado (antes de marzo de 1999, tipo del dinero a la vista).

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

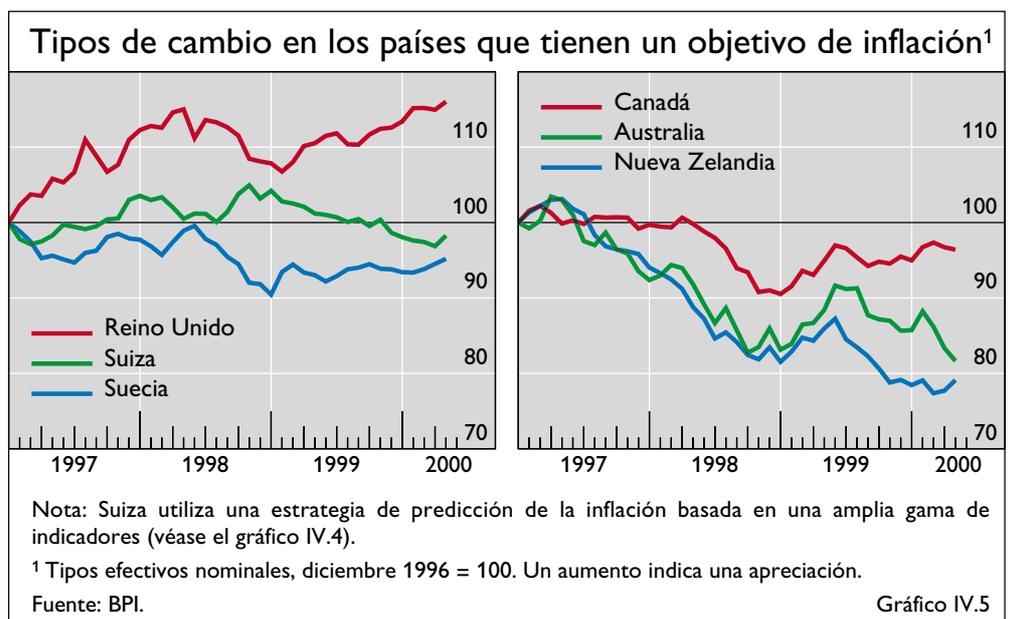
Gráfico IV.4

Dados los enormes aumentos que experimentó el crecimiento de la productividad en Estados Unidos, los países industrializados que tienen un objetivo de inflación se preguntaron si podrían conseguir pronto un incremento parecido, lo que reduciría la necesidad de subir los tipos oficiales tanto como podría parecer justificado hacerlo en caso contrario. En todas estas economías, la relación precio/beneficios de las acciones alcanzó máximos históricos, en consonancia con los mayores incrementos esperados de la productividad. Sin embargo, aunque el crecimiento de la productividad del trabajo fue diferente en los distintos países que tenían un objetivo de inflación, en conjunto los aumentos elevados no duraron mucho. De hecho, los incrementos de la productividad sólo fueron, en general, algo superiores a la media. La intensificación del capital en Estados Unidos, que posiblemente contribuyó a los aumentos de la productividad medidos, se produjo a un ritmo mucho más rápido que en otros países.

La productividad todavía no ha experimentado un gran incremento

El Banco de Canadá elevó su tipo oficial tres veces durante el periodo examinado, después de una serie de reducciones que terminaron en mayo de 1999. Aunque las modificaciones del tipo en noviembre de 1999 y en los primeros meses de este año se llevaron a cabo tras las subidas de Estados Unidos, continuó existiendo una diferencia negativa entre el tipo de interés de Canadá y el de Estados Unidos. Aun así, el dólar canadiense se mantuvo estable, debido en parte a la subida de los precios de las materias primas, lo que permitió al Banco de Canadá centrar la atención en otras fuerzas inflacionarias. En particular, se consideró que la economía había alcanzado su nivel potencial de acuerdo con una amplia variedad de indicadores, entre los cuales se encontraban la demanda interna y la tasa de desempleo. Confirmando esta consideración, tanto la inflación general como la subyacente aumentaron, situándose esta última en un nivel algo inferior al punto medio (2%) de la banda fijada como objetivo por el banco central. Este leve repunte de la inflación, unido a la elevada demanda y a los posibles efectos-difusión inflacionarios procedentes de Estados Unidos, llevó al Banco de Canadá a subir los tipos.

Canadá



En el Reino Unido, la economía real estuvo débil a comienzos de 1999 y la inflación subyacente continuó siendo inferior al objetivo, lo que llevó al Banco de Inglaterra a seguir suavizando la política monetaria hasta junio. Sin embargo, en septiembre de 1999 se observó un brusco cambio de sentido de la actividad económica. El crecimiento de la producción fue superior a su media a largo plazo de alrededor del 2,5%, y uno de los principales indicadores del desempleo descendió a su nivel más bajo en los últimos 20 años, lo que era indicativo de las crecientes presiones sobre la capacidad de la economía. Sin embargo, la libra esterlina se apreció gradualmente durante el año, lo que supuso un cierto alivio al reducir los precios de importación. En conjunto, la inflación subyacente continuó por debajo del objetivo del 2,5%, aunque según la predicción realizada por el banco central a finales del verano de 1999, aumentaría en 2000 y en 2001. Estas consideraciones provocaron un cambio de orientación en septiembre de 1999, y el tipo de recompra se subió gradualmente hasta un 6%. Entonces se predijo que la inflación retornaría poco a poco al objetivo en el año 2001, siempre y cuando se mantuviera este tipo más alto.

Otra explicación de las subidas del tipo de recompra podría ser la preocupación del Comité de Política Monetaria (CPM) por los precios de los activos. La relación precio/dividendo alcanzó un máximo histórico y los precios de la propiedad inmobiliaria subieron vertiginosamente en 1999. Por ejemplo, según la encuesta de Halifax sobre la vivienda, los precios ya estaban subiendo a una tasa anual cercana al 10% a finales del verano. A diferencia de Estados Unidos, en el Reino Unido no existían indicios tranquilizadores para las autoridades económicas de un crecimiento imprevisto de la productividad que redujera las futuras presiones inflacionarias.

Dos grandes fuentes de incertidumbre sobre las perspectivas de la inflación en el Reino Unido fueron el sentido probable de las futuras variaciones del tipo de cambio y el posible aumento del grado de competencia interna. Predicciones que asumían que el tipo de cambio evolucionaría de acuerdo con los diferenciales de los tipos de interés, anticipaban que en un plazo de dos años la inflación sería más de medio punto porcentual mayor que la predicción de la inflación suponiendo que el tipo de cambio no variara (es decir, un modelo de *random walk*). Aunque ambos modelos de predicción tienen su justificación, ninguno de los dos es muy confiable. La segunda fuente de incertidumbre residía en si el grado de competencia interna al que se enfrentaban las empresas había experimentado un acusado aumento recientemente. En caso afirmativo, era posible que la economía del Reino Unido se hubiera beneficiado de una reducción excepcional de las presiones inflacionarias.

En Suecia, la inflación también aumentó a finales de 1999 y provocó una subida del tipo de recompra, el primer cambio de política desde la serie de reducciones que concluyeron en marzo de 1999. De hecho, según las predicciones para el año 2001, la inflación traspasará el objetivo del 2% a causa de la elevada demanda interna y el aumento de los precios de importación. A pesar de las subidas del tipo de recompra y de la estabilidad de la corona, la aceleración del crecimiento mundial provocó una revisión al alza de las

perspectivas de crecimiento interno, que se esperaba que aumentaran la producción por encima del nivel potencial en el año 2001.

El dólar australiano y el dólar neozelandés se mantuvieron relativamente estables en 1999, después de un año en el que los descensos de los precios de los productos básicos provocaron una brusca depreciación de ambas monedas. Esto llevó a las autoridades económicas de los dos países a centrar la atención principalmente en otros factores que afectan a la inflación y que durante la mayor parte del periodo se consideraron moderados. No obstante, el Banco de la Reserva de Australia creyó necesario subir los tipos en noviembre de 1999 y de nuevo a principios del año 2000, por las mismas razones que en Canadá, el Reino Unido y Suecia: la demanda interna inesperadamente alta y el crecimiento mundial imprevisto. El aumento repentino de la demanda interna se vio apoyado en parte por los efectos-riqueza resultantes sobre todo de las grandes subidas de los precios de las viviendas en Australia. Se esperaba, pues, que el índice de precios de consumo se situara a mediados de 2000 en la mitad superior de la banda fijada como objetivo.

Australia

En Nueva Zelanda, el Banco de la Reserva no modificó el tipo al contado oficial durante la mayor parte de 1999. Se consideró que esta política era coherente con las predicciones según las cuales la inflación se mantendría en el objetivo, al tiempo que la demanda crecería alrededor de un 3%, de tal manera que la producción aumentaría y se acercaría al nivel potencial. En noviembre, el Banco de la Reserva subió los tipos medio punto porcentual, como respuesta al elevado crecimiento del segundo semestre y a la depreciación de la moneda, que había suavizado algo las condiciones monetarias. A principios del año 2000, persistían los indicios de que la economía empezaba a recalentarse, lo que llevó a subir de nuevo los tipos.

Nueva Zelanda

Aunque las principales aspiraciones de una estrategia basada en un objetivo de inflación son una inflación baja y estable, no se descarta la estabilización a corto plazo de otras variables económicas. De hecho, en diciembre de 1999, el Tesoro de Nueva Zelanda y el Banco de la Reserva firmaron un nuevo acuerdo sobre objetivos de la política monetaria, que recoge formalmente los objetivos secundarios de evitar las fluctuaciones innecesarias de corto plazo de la producción, de los tipos de interés y del tipo de cambio, pero de tal forma que no se entre en conflicto con la estrategia bien establecida de objetivos de inflación a más largo plazo. En principio, el nuevo acuerdo sirve para dar relativamente más peso a estas variables que a la inflación en los objetivos de estabilización a corto plazo. Sin embargo, es difícil saber qué repercusión directa tendrá esta modificación en la forma en que se gestiona la política monetaria en la práctica, ya que existen razones para creer que el Banco de la Reserva ha tratado en el pasado de evitar las variaciones “innecesariamente” grandes de estas variables.

El Banco Nacional Suizo anunció durante 1999 la adopción de una nueva estrategia basada en sus predicciones de la inflación. En este nuevo marco, a finales de año se publican las predicciones de la inflación para los tres siguientes y se ajusta la política monetaria en consecuencia. Históricamente, el banco central ha utilizado objetivos monetarios intermedios en la gestión de la política monetaria, mientras que en el nuevo sistema se basa en toda una

Nueva estrategia de política en Suiza

variedad de indicadores de la inflación. Una cuestión que no queda clara es la respuesta de la política monetaria a las variaciones del franco frente al euro. Debe señalarse que, aunque el franco sufrió considerables apreciaciones y depreciaciones a principios de los años 90, en 1999 las fluctuaciones de la moneda se mantuvieron en una estrecha banda (véase el capítulo V).

Definición de la estabilidad de los precios

Junto a esta nueva estrategia, se definió explícitamente la estabilidad de los precios como una subida del IPC inferior al 2%. Esta definición es comparable a la interpretación de la estabilidad de los precios del Eurosistema, y su nivel es similar al de los países que tienen objetivos explícitos de inflación. Por otra parte, el Banco Nacional Suizo cambió la manera en que se aplicaba la política monetaria con el fin de aumentar la transparencia de sus operaciones. Su principal instrumento es una banda para el Libor en francos suizos a tres meses, en lugar de la tasa de crecimiento de la base monetaria.

Política monetaria e incertidumbre

Aumenta la insistencia en la incertidumbre

La incertidumbre es intrínseca al clima económico, y los bancos centrales han subrayado cada vez más las limitaciones que impone a la hora de elaborar y gestionar la política monetaria, conscientes de la importancia de distinguir entre las diferentes fuentes de incertidumbre.

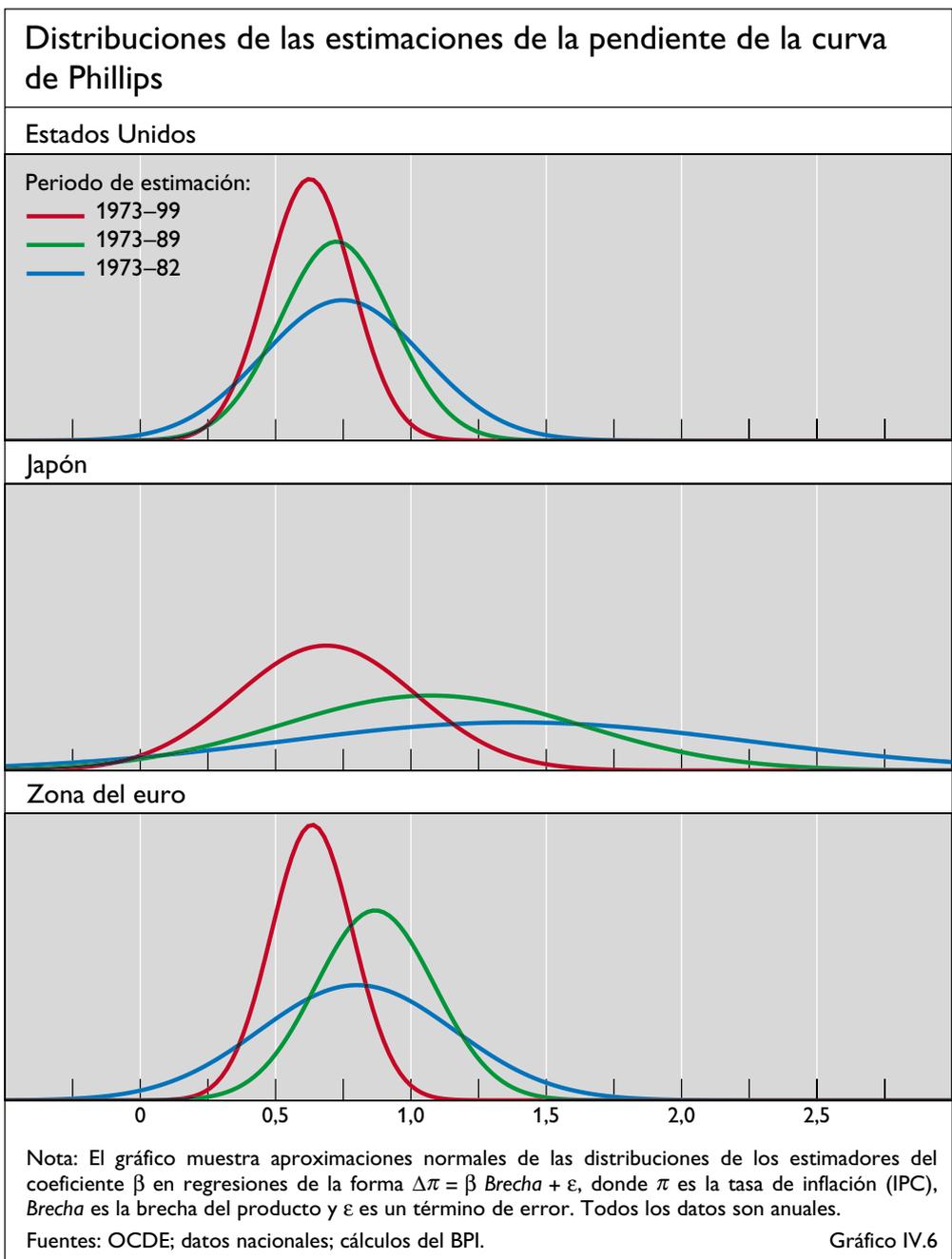
Fuentes de incertidumbre

Incertidumbre sobre la estructura de la economía ...

La incertidumbre procede de muy diversas fuentes. La más evidente es la estructura de la economía. Por ejemplo, el año pasado existía un considerable grado de incertidumbre sobre la capacidad del Banco de Japón para influir en los tipos de interés más allá del segmento a corto plazo de la curva de rendimientos. Pero incluso cuando existe un amplio acuerdo sobre la estructura de la economía, puede haber una considerable incertidumbre sobre la fuerza cuantitativa exacta de las diferentes relaciones. Por ejemplo, en las economías relativamente cerradas, como las de Estados Unidos o la zona del euro, evaluar el grado de actividad de la economía y su repercusión en la inflación constituye una parte fundamental de la formulación de la política monetaria. Sin embargo, las estimaciones de esta relación, conocidas normalmente como curva de Phillips, suelen ser imprecisas y tienden a variar con el paso del tiempo.

... las estimaciones de los parámetros ...

El gráfico IV.6 muestra las estimaciones de distribuciones de probabilidades del impacto de las brechas del producto en la inflación basadas en datos de Estados Unidos y de Japón y de datos sintéticos de la zona del euro. Aunque el gráfico no tiene en cuenta la importante cuestión de cómo estimar las brechas del producto y sólo debe considerarse ilustrativo, proporciona una idea de los problemas antedichos. En particular, el hecho de que las distribuciones sean tan amplias implica que la repercusión de las brechas del producto en la inflación es incierta. Por ejemplo, aunque en los tres casos un PIB un 1% superior al potencial se acompaña de un aumento de la inflación de unos 0,6 puntos porcentuales (véase también el capítulo II), las estimaciones correspondientes a Estados Unidos y a la zona del euro inducen a pensar que la repercusión puede ir desde 0,25 puntos porcentuales hasta 1. En Japón,



ésta es aún más incierta: podría ser insignificante o considerablemente mayor que en las otras dos economías. Por otra parte, que el punto máximo de la distribución se desplace a medida que se alarga el periodo muestral parece indicar que la relación económica varía con el paso del tiempo quizá de una manera impredecible.

El hecho de que muchas variables macroeconómicas importantes, en particular las expectativas, no puedan observarse también genera incertidumbre. Sin embargo, las expectativas desempeñan un papel fundamental en la determinación de los precios de los activos, incluidos los tipos de cambio y los rendimientos de los bonos, así como en la fijación de los precios de los bienes y de los servicios. Esta imposibilidad de observarlas dificulta la determinación de las causas por las que varían los precios de los activos y, en términos más

... las variables que no pueden observarse ...

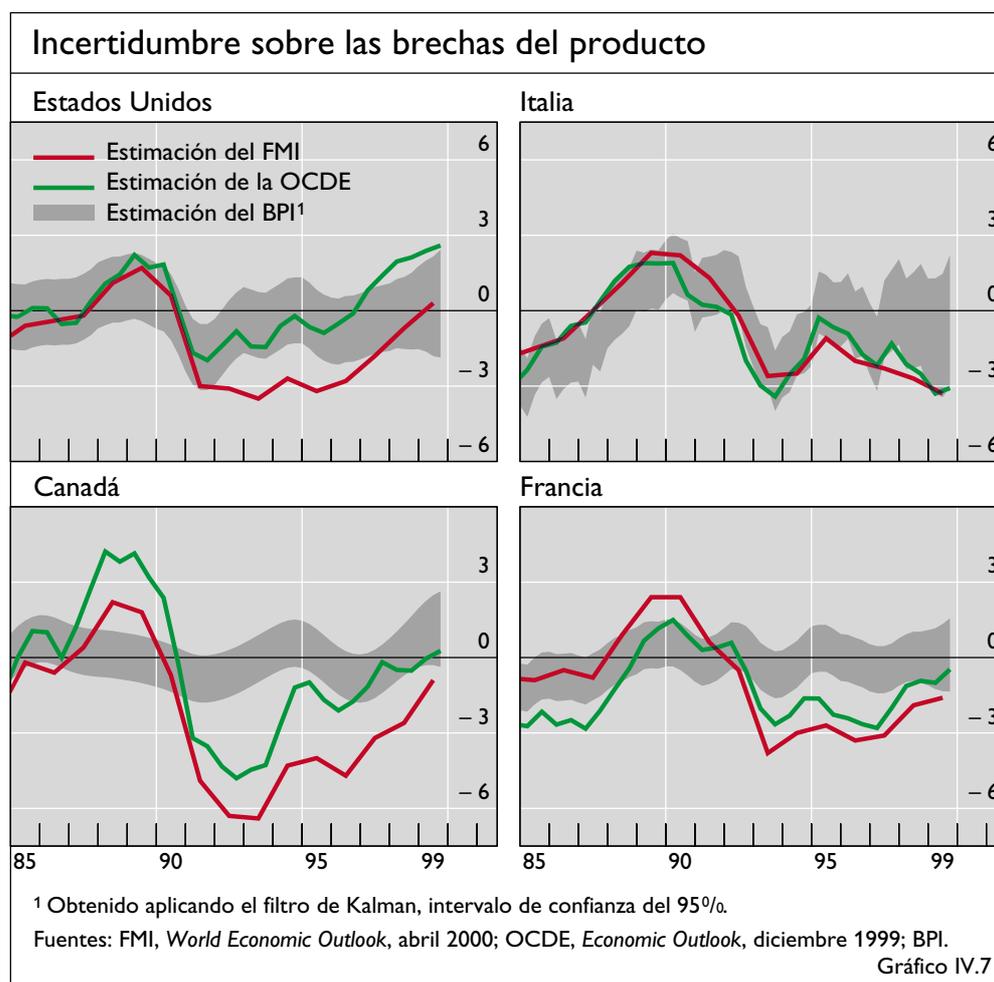
generales, la determinación de la repercusión de las medidas económicas en las variables económicas de interés.

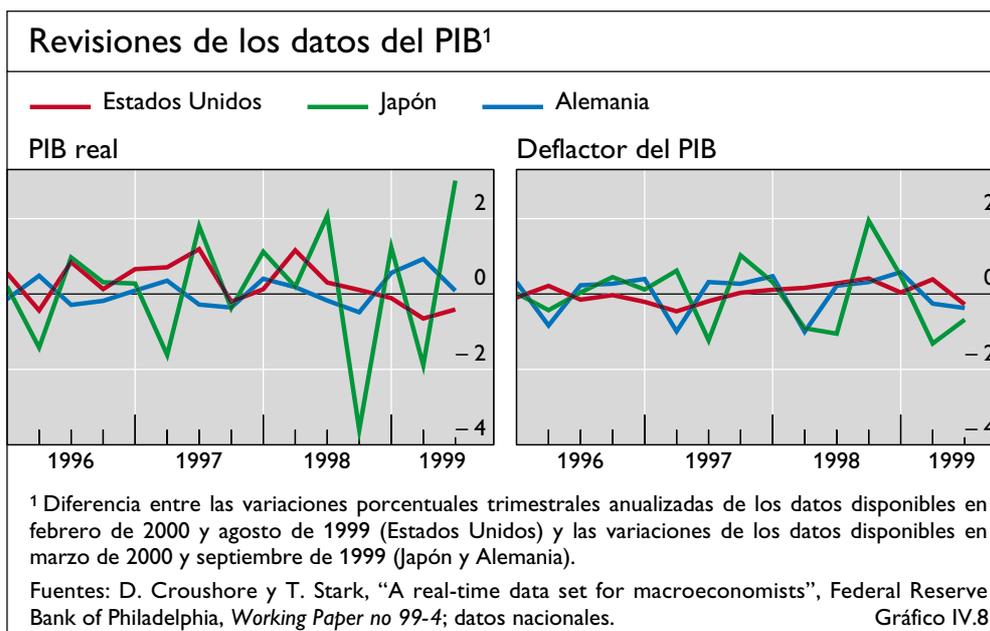
Otro ejemplo de las dificultades de las autoridades económicas cuando se trata de series económicas no observables es la comparación de los indicadores de la brecha del producto. Esta variable no puede observarse, pero generalmente desempeña un papel fundamental en la evaluación de las presiones inflacionarias. El gráfico IV.7 muestra tres estimaciones de la brecha del producto de cuatro países, entre las cuales a veces existen grandes discrepancias. El hecho de que, a menudo, en un intervalo de confianza del 95% en torno a una determinada estimación no se encuentren otras estimaciones demuestra, una vez más, el grado de incertidumbre.

... y los datos

Otra fuente de incertidumbre son los datos. Tras la publicación de datos preliminares, muchas series temporales económicas se revisan, a veces frecuentemente, a la luz de los nuevos datos que van apareciendo, de los cambios de los factores de ajuste estacionales y de la redefinición de las variables. La reciente adopción en muchos países de nuevos métodos de elaboración de la contabilidad nacional ha introducido en algunos casos considerables cambios en el PIB real y en sus componentes.

Para mostrar hasta qué punto tienen que enfrentar las autoridades las revisiones de los datos, el gráfico IV.8 ilustra las diferencias entre las cifras del PIB calculadas recientemente y las obtenidas seis meses antes. Como puede





verse, los valores del crecimiento trimestral del PIB real publicados llegaron a variar 3,6 puntos porcentuales (tasa anualizada) durante este breve periodo. En estas muestras, los datos del PIB real de Japón fueron los que sufrieron mayores revisiones, pero los de Estados Unidos y Alemania también cambiaron significativamente. Una revisión del PIB de esta magnitud puede complicar, por ejemplo, el uso de los valores recién publicados de la brecha del producto para tomar decisiones de política monetaria.

Implicaciones para la comunicación de las decisiones de política

Los bancos centrales han resaltado en los últimos años el grado de incertidumbre que rodea a la elaboración de la política monetaria. Por ejemplo, para definir sus objetivos, están teniendo más en cuenta las limitaciones que impone la incertidumbre. Así, el Eurosistema, al definir la estabilidad de los precios como una inflación inferior a un 2%, reconoció explícitamente la incertidumbre que crean los errores de medición del IAPC. Por otra parte, numerosos bancos centrales que tienen un objetivo explícito de inflación lo expresan en forma de rango, y muchos lo hacen por medio de un indicador de la inflación subyacente, menos sujeta a variaciones impredecibles. Asimismo, para transmitir sus opiniones sobre el futuro rumbo de la economía, algunos bancos centrales han comenzado a publicar distribuciones de probabilidades estimadas de la inflación y del PIB real esperados. Al restar importancia a las predicciones exactas o incluso al no facilitarlas, se puede comunicar al público el grado de incertidumbre. Por otra parte, algunos han optado por publicar las actas de los debates, a pesar de otros problemas antes señalados, debido en parte a que sirven para describir las dificultades de las autoridades económicas para interpretar la situación económica y las perspectivas a corto plazo.

En la comunicación con el público sobre cuestiones relacionadas con la política monetaria, son varios los factores que han contribuido a que se subrayaran las implicaciones de la incertidumbre. Uno de ellos es el aumento del énfasis en la transparencia y en la responsabilidad (*accountability*) de los

Rangos para los objetivos ...

... y predicciones

El énfasis en la transparencia ...

bancos centrales. Cuanto más abierta es la gestión de la política monetaria, más importancia tiene que los bancos centrales reconozcan las limitaciones con que se encuentran, ya que, de lo contrario, podrían ser objeto de críticas injustificadas, que podrían dañar su credibilidad. La práctica cada vez más frecuente de definir numéricamente la estabilidad de los precios y de adoptarla como objetivo primordial de la política monetaria, ha hecho que sea vital para los bancos centrales poder explicar las razones de no poder cumplir este objetivo. En segundo lugar, al abandonar los bancos centrales los objetivos intermedios, como los agregados monetarios y los tipos de cambio, la política monetaria se elabora considerando una amplia variedad de indicadores y pensando más en el futuro, para lo cual las predicciones desempeñan un papel fundamental. Dado que estas predicciones son inherentemente imprecisas y sus riesgos suelen ser asimétricos, la incertidumbre ha pasado lógicamente a ocupar un primer plano en los debates sobre la política monetaria y en la comunicación de las decisiones al público. En tercer lugar, como demuestran los ejemplos antes citados, existe considerable incertidumbre sobre muchos elementos de relaciones económicas clave, como la curva de Phillips. De hecho, las medidas de incertidumbre presentadas mediante estos ejemplos subestiman la medida real de incertidumbre que enfrentan las autoridades, pues dan por supuesto que la estructura de la economía se mantiene estable. El cambio estructural debido, por ejemplo, a la liberalización financiera o a las innovaciones tecnológicas que elevan la productividad en el sector de alta tecnología contribuye aún más a crear incertidumbre. Por último, dada la considerable incertidumbre sobre el nivel apropiado de los precios de los activos, sobre sus respuestas a las variaciones de los tipos de interés y sobre otras medidas de política y su posible repercusión en la situación económica general, podría decirse que en los últimos años han aumentado las dificultades de los bancos centrales para realizar predicciones.

... la importancia fundamental de las predicciones ...

... el cambio estructural ...

... y el papel de los precios de los activos

V. Evolución de los mercados de divisas

Aspectos más destacados

La fortaleza del yen, la debilidad del euro y la situación intermedia del dólar de Estados Unidos fueron los rasgos más destacados en los principales mercados de divisas en 1999 y a principios del año 2000. Las variaciones de los principales tipos de cambio parece que se debieron principalmente a la interrelación de la posición cíclica relativa actual y la prevista, así como a factores técnicos y a los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED). Es posible que también desempeñaran un papel importante las impresiones del mercado sobre las características estructurales subyacentes de las tres economías principales. En las economías de mercado emergentes, los mercados de divisas volvieron a la calma tras los periodos de convulsiones de 1997, 1998 y principios de 1999. La evolución de los mercados bursátiles locales fue muy similar a la de los precios de los activos estadounidenses y del tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar.

En los dos últimos años, los mercados de divisas se han visto afectados por notables cambios estructurales, entre los que se encuentran la introducción del euro, la tendencia de los operadores a la concentración y el creciente papel de las transacciones electrónicas. Aunque estos cambios también han ido acompañados de una reducción general del volumen de operaciones, es demasiado pronto para saber cómo han influido en las pautas generales de volatilidad de los tipos de cambio.

El precio del oro tendió a bajar durante los tres primeros trimestres de 1999, pero subió vertiginosamente a finales de septiembre tras un acuerdo por el que iban a limitarse las ventas oficiales de oro durante los próximos cinco años. Aunque hubo ocasiones en las que pareció que las noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales influían en su precio, esta relación no fue en modo alguno sistemática.

El dólar, el yen y el euro

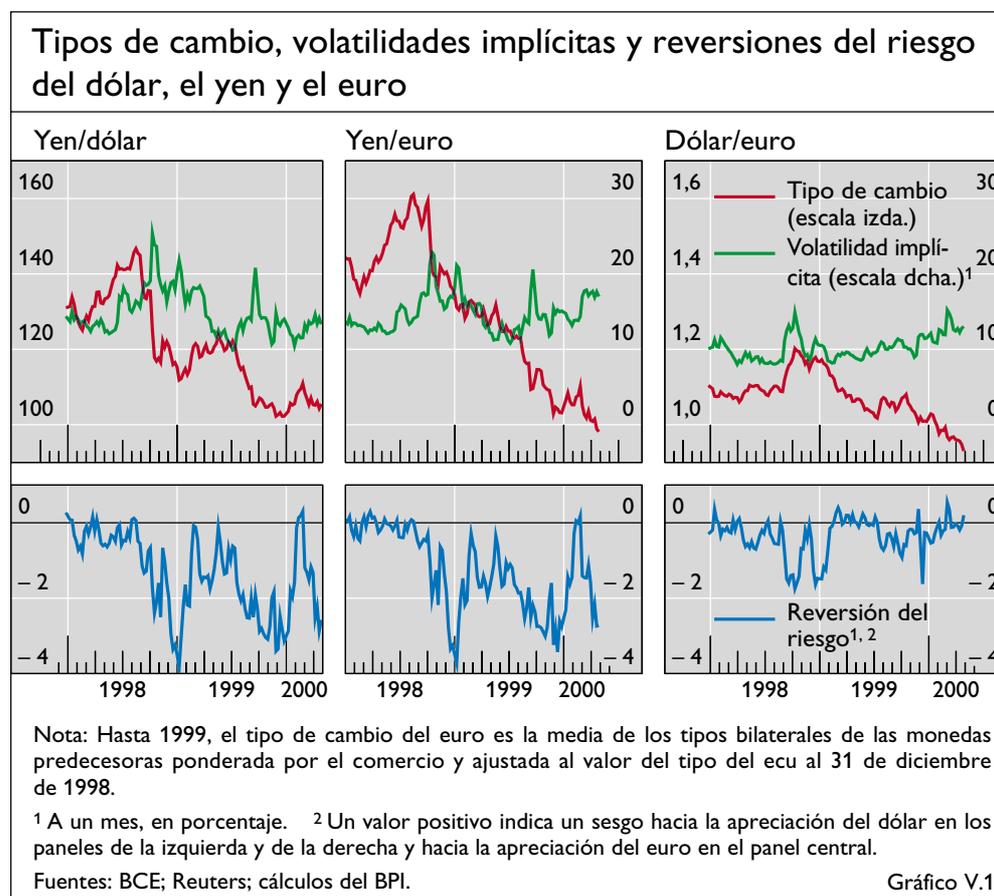
En las variaciones experimentadas por las principales monedas en 1999 y a principios del año 2000 influyeron factores cíclicos y las correspondientes expectativas de ajuste de la política monetaria en Estados Unidos, Japón y la zona del euro, pero también factores técnicos y los movimientos de inversión de cartera y de IED. Es posible que en el tipo de cambio del euro también influyeran las impresiones del mercado basadas en la opinión de que estaban retrasándose los ajustes estructurales en Europa continental.

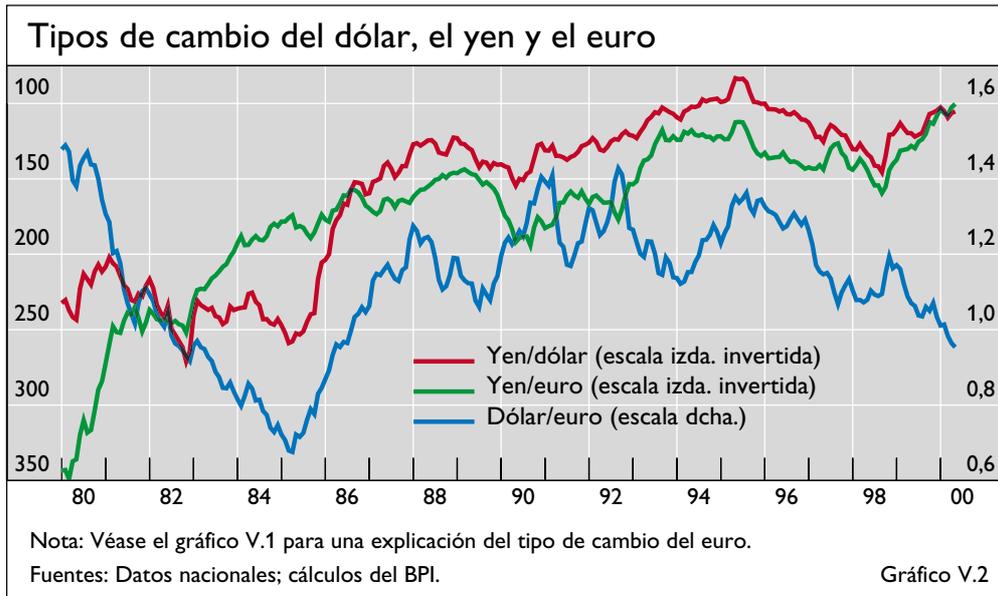
Acontecimientos clave y perspectivas a largo plazo

Grandes oscilaciones de los tipos de cambio

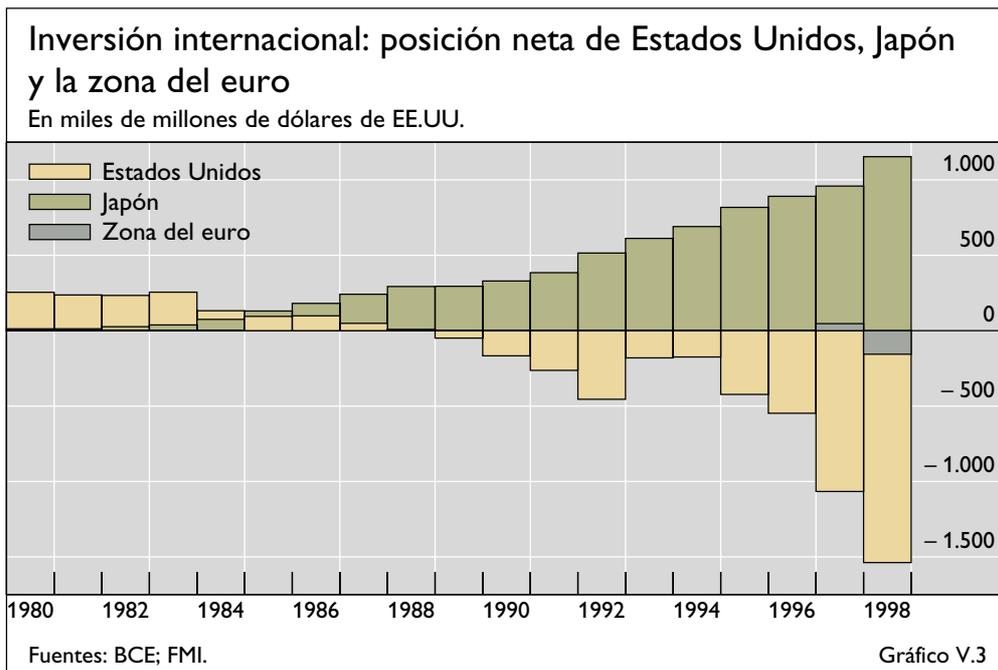
Los principales tipos de cambio oscilaron considerablemente durante el periodo examinado (gráfico V.1). En el primer semestre de 1999, el dólar se fortaleció alrededor de un 14% frente al yen (de 109 ¥ a 124 ¥) y frente al euro (de 1,18 \$ a 1,03 \$). En cambio, fue el yen el que se apreció considerablemente durante el segundo semestre de 1999, alcanzando los 102,30 ¥ por dólar y 102,70 ¥ por euro a finales de año. Aunque el euro recuperó parte del terreno perdido frente al dólar entre junio y septiembre, se debilitó de nuevo durante el último trimestre de 1999. En los cuatro primeros meses de 2000, la tendencia del yen a apreciarse se debilitó, mientras que el euro cayó muy por debajo de la paridad con el dólar. La debilidad del euro durante todo el periodo echó por tierra la creencia general anterior de que tendería a subir. Por otra parte, las reversiones del riesgo inducen a pensar que, incluso durante la mayor parte de 1999, los operadores de opciones estuvieron dispuestos a pagar más por la exposición a (o por el seguro contra) una apreciación del euro frente al dólar que por la exposición a una depreciación (gráfico V.1, panel inferior).

Desde los mínimos registrados en 1998 hasta los máximos alcanzados a principios del año 2000, el yen registró una ganancia de casi un 45% frente al dólar y una apreciación del 65% frente al euro. La magnitud de estas oscilaciones de los principales tipos de cambio fue notable, pero no carecía de precedentes. Tras los niveles alcanzados a principios del año 2000, pareció





que el yen estaba muy fuerte para los patrones históricos, al alcanzar valores frente al dólar sólo sobrepasados en 1995. Por otra parte, si se toma un euro “sintético” como referencia, el yen registró un máximo histórico frente al euro (gráfico V.2). Aplicando esta misma referencia, en marzo de 2000 el euro alcanzó el nivel más bajo frente al dólar desde hacía 13 años, aunque siguió intercambiándose muy por encima del mínimo histórico de mediados de los años 80. La última vez que se observó una situación intermedia del dólar —una depreciación frente al yen acompañada de una apreciación frente a la principal moneda europea— fue en el verano de 1997, cuando el yen subió significativamente frente al dólar e incluso más aún frente al marco tras el cambio de opinión en los mercados (erróneamente, como habría de verse) de que la economía japonesa se recuperaría.



Desde el punto de vista de la redistribución de la demanda agregada mundial de la economía de Estados Unidos, en fuerte crecimiento, hacia las economías en las que la demanda era insuficiente, la continua apreciación del dólar frente al euro y, durante el primer semestre de 1999, frente al yen era deseable para la economía mundial. En cambio, el fortalecimiento del yen a partir de junio de 1999 probablemente limitó la demanda de productos japoneses en un momento en el que la economía aún no mostraba indicios de que el crecimiento hubiera adquirido una dinámica propia.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y su acumulación de pasivos externos (gráfico V.3) indujeron a preguntarse si podrían mantenerse los tipos de cambio en los niveles en los que se encontraban. A falta de estimaciones precisas de los tipos de cambio de equilibrio a largo plazo, suele ser difícil saber si los niveles de los tipos de cambio son apropiados a más largo plazo. Si se consideran los tipos de cambio efectivos reales del dólar y del yen, en 1999 estas monedas fueron, respectivamente, un 11% y un 4% superiores a sus medias de la última década, mientras que el del euro parece haber sido alrededor de un 4% inferior a la media de los años 90.

Las estimaciones del tipo de cambio de equilibrio fundamental, que tratan de identificar el nivel del tipo de cambio real compatible con una relación estable entre la deuda externa y la producción a largo plazo, pueden variar considerablemente y, por lo tanto, suministrar una información sólo muy provisional. Según los cálculos del tipo de cambio de equilibrio fundamental, el tipo de cambio entre el yen y el dólar observado en abril de 2000 era

Reservas oficiales de divisas					
	1996	1997	1998	1999	Cantidades existentes a finales de 1999
	En miles de millones de dólares de EE.UU.				
	Variaciones, a los tipos de cambio vigentes				
Total	172,3	62,4	58,4	127,5	1.746,0
Países industrializados	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asia ¹	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
América Latina ²	18,4	16,5	- 8,4	-8,0	124,7
Europa oriental ³	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Otros países	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Variaciones, a tipos de cambio constantes ⁴				
Total	200,3	121,2	21,0	159,4	1.746,0
Reservas en dólares	161,7	87,6	40,2	191,1	1.358,9
Reservas en otras monedas	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1

Nota: Los movimientos correspondientes a 1999 no comprenden la reducción de las reservas debida a la desaparición de las tenencias de reservas de monedas predecesoras de los países miembros de la UEM.

¹ China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. ³ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia. ⁴ Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

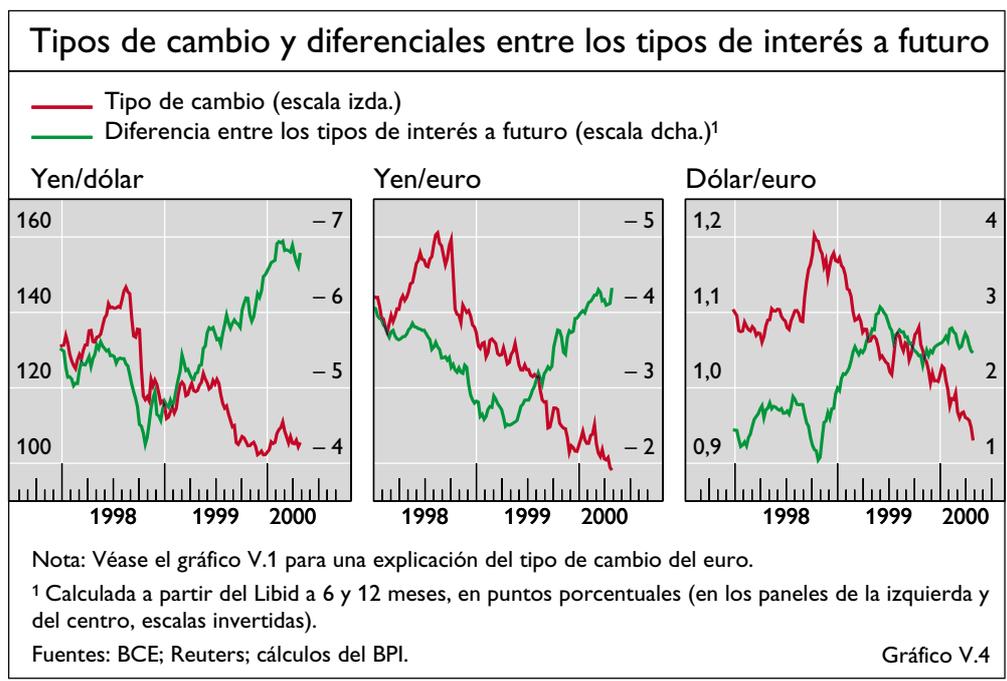
Cuadro V.1

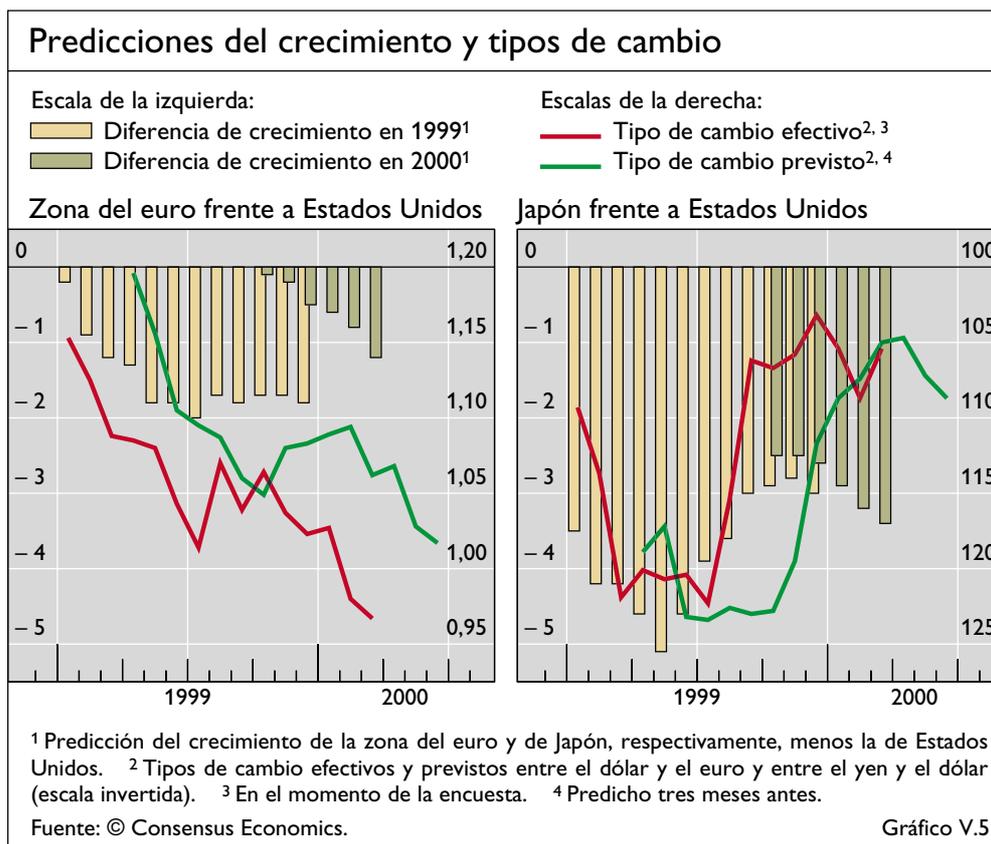
cercano a su nivel de equilibrio a largo plazo, mientras que el dólar parecía estar considerablemente sobrevaluado frente al euro. Sin embargo, este último dato debe matizarse más, en el sentido de que la renta neta asociada a la posición externa de Estados Unidos sólo se ha vuelto negativa en los últimos años y sigue siendo muy pequeña en relación con el PIB, ya que las inversiones de este país en el extranjero han generado tradicionalmente más rendimientos que la inversión extranjera en Estados Unidos.

Los inversionistas privados y oficiales continuaron aparentemente dispuestos a financiar el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que aumentó a 339.000 millones de dólares en 1999. Las reservas oficiales de divisas en dólares experimentaron un notable aumento, sobre todo en Asia (cuadro V.1). Las entradas de inversión privada en Estados Unidos también se dispararon (véase el capítulo II): la IED representaba alrededor de un 40% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, lo que redujo la dependencia global del país de las entradas de inversión de cartera. Sin embargo, el enorme aumento de las entradas internacionales en los mercados de acciones de Estados Unidos hace temer por las consecuencias de la posible aparición de tensiones en estos mercados para la futura financiación del déficit externo (véase más adelante).

Factores que provocaron las variaciones de los tipos de cambio

La fortaleza del dólar frente al euro y su apreciación frente al yen durante el primer semestre de 1999 eran coherentes con la buena marcha de la economía de Estados Unidos, en comparación con el crecimiento más lento de las otras zonas. Por otra parte, las continuas sorpresas positivas sobre el crecimiento de Estados Unidos en 1999 contrastaron con las señales más ambiguas de la zona del euro y de Japón, y contribuyeron al aumento de las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo en favor del dólar (gráfico V.4).





Cambios de opinión acerca del ciclo

La enorme subida que experimentó el yen a partir de junio de 1999 puede atribuirse en cierta medida a la reducción de las diferencias esperadas entre el crecimiento de Estados Unidos y el de Japón (gráfico V.5). En cambio, el euro continuó debilitándose a finales de 1999, a pesar de que no variaron las expectativas sobre las diferencias entre el crecimiento de la zona del euro y el de Estados Unidos. También es cierto que, especialmente en el segundo semestre, parecía que el euro no respondía de una manera sistemática a las noticias positivas sobre los acontecimientos macroeconómicos. Es posible que se debiera en parte a la persistente y excesiva atención de los operadores de los mercados de cambios, así como de los gestores de carteras, por la marcha de la economía alemana, en la que han tendido a fijarse tradicionalmente. El 28 de enero de 2000, por ejemplo, el euro cayó varios céntimos y rompió la paridad con el dólar, a pesar de que ese mismo día se dieron a conocer varios datos macroeconómicos positivos en otros países de la zona del euro. Desde enero hasta marzo de 2000, el euro se debilitó aún más, a pesar de la disminución de las diferencias entre los tipos a futuro de la zona del euro y de Estados Unidos.

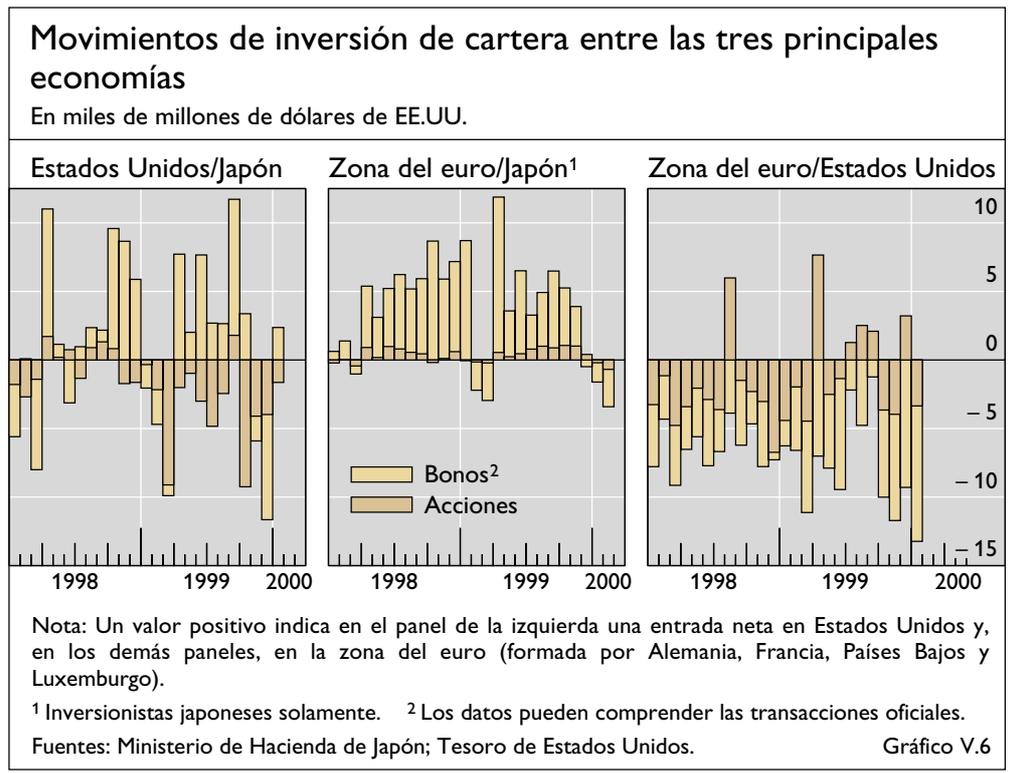
Los factores técnicos influyen en la dinámica a corto plazo

Los factores técnicos también podrían ayudar a explicar en parte la dinámica de los tipos de cambio de las tres monedas principales durante el periodo examinado. Cabe que las liquidaciones de posiciones cortas en yenes (*yen carry trades*), posiblemente por los fondos de cobertura, al tender a subir el yen a partir de junio de 1999, intensificaran a veces la apreciación de la moneda japonesa. Las órdenes de *stop-loss* en torno a niveles simbólicos como la paridad entre el euro y el dólar o un tipo de cambio implícito entre el

marco y el dólar de 2,00 DM aparentemente contribuyeron a la depreciación del euro. Es posible que la dinámica de las expectativas de los operadores desempeñara de vez en cuando un papel importante a principios del año 2000. Las reversiones del riesgo entre el dólar y el euro constituyen un indicador de la opinión de los operadores del mercado de opciones sobre si el euro se va a fortalecer mucho o a debilitar considerablemente en relación con el tipo a futuro. Estas reversiones del riesgo parecen indicar un temor extrapolado por el euro en los momentos en los que la moneda cayó vertiginosamente (gráfico V.1). Es posible que la repatriación de fondos por parte de las instituciones japonesas antes de que acabara el año fiscal en marzo de 2000 también reforzara el yen. El 28 de febrero de 2000, el reducido tamaño y liquidez del mercado entre el euro y el yen magnificó el repentino aumento del valor del yen frente al euro, provocando en unas pocas horas una variación temporal del tipo de cambio del orden de 3 ¥.

Aunque esos factores técnicos pueden influir notablemente en la dinámica de los tipos de cambio a corto plazo, su influencia suele ser breve. Es probable, por consiguiente, que las oscilaciones a medio plazo de los principales tipos de cambio obedecieran a otros determinantes, como la dinámica de los movimientos internacionales de inversión, que sólo estaban parcialmente relacionados con consideraciones cíclicas. Es posible que las grandes compras netas de acciones japonesas por parte de inversionistas estadounidenses en 1999, superiores a las compras netas de bonos estadounidenses por parte de inversionistas japoneses, contribuyeran a la depreciación del dólar frente al yen (gráfico V.6). Asimismo, la fortaleza del dólar frente al euro es coherente con las considerables entradas de

Papel de los movimientos de inversión de cartera y de IED



inversión de cartera en Estados Unidos en 1999 y a principios del año 2000 provenientes de la zona del euro. Estos movimientos fueron el resultado de compras netas de bonos y acciones estadounidenses por parte de inversionistas de la zona del euro, así como de ventas netas de activos denominados en euros por parte de inversionistas estadounidenses. La influencia de los movimientos de inversión de cartera en el euro se vio reforzada por el movimiento aún mayor de inversión extranjera directa: en 1999, las entradas de IED en Estados Unidos ascendieron a 130.000 millones de dólares, en comparación con unas salidas de 147.000 millones de euros de la zona del euro (véase también el capítulo II). Sin embargo, aunque el sentido de los movimientos netos relacionados con fusiones y adquisiciones de empresas estadounidenses y europeas es coherente con la debilidad del euro frente al dólar, no parece que el anuncio de estas operaciones o la información sobre transacciones en efectivo influyeran sistemáticamente en el tipo de cambio.

Es posible que en las grandes variaciones de la inversión internacional no sólo influyeran las consideraciones cíclicas, sino también, sobre todo en el caso de la IED, la impresión de que los cambios estructurales eran más rápidos en unas zonas monetarias que en otras. Las salidas netas de inversión de cartera de Europa continental a Japón es coherente con las opiniones optimistas de los operadores sobre la reestructuración de las empresas japonesas. Estas opiniones contrastan con la valoración más escéptica de los mercados del ritmo al que avanzaban las reformas estructurales en la zona del euro. Cabe que las salidas de inversión de cartera de la zona del euro también se debieran en parte a la decepción de los inversionistas estadounidenses por las pérdidas provocadas en 1999 por los activos denominados en euro y por las sorprendentes ganancias generadas por los activos japoneses. Por otra parte, los inversionistas japoneses compraron activos denominados en euros durante todo el periodo examinado, salvo unos meses antes de que acabara el año fiscal.

En el caso del euro, la influencia de los movimientos internacionales de inversión se vio reforzada por la actitud de los gestores de pasivos. En 1999, tanto en el sector privado como en el oficial pudo observarse un enorme aumento de las emisiones en euros en comparación con las emisiones en sus monedas predecesoras (véase el gráfico VII.4 de la pág. 148). Aunque la falta de información sobre la cobertura por parte de los gestores de pasivos dificulta las deducciones de esta emisión sobre las variaciones de los tipos de cambio, es posible que el desequilibrio entre las respuestas de los prestatarios y las de los prestamistas a la introducción del euro fuera otro de los factores que influyeron en la nueva moneda.

Bolsas de valores y tipos de cambio

La covariación ...

La influencia de los flujos de inversión de cartera en las recientes variaciones de los tipos de cambio coincide con un desplazamiento de la inversión internacional de los mercados de bonos a los de acciones (cuadro V.2). Este desplazamiento plantea una cuestión más general, a saber: la relación

Operaciones transfronterizas en bonos y acciones ¹								
	1975-79	1980-89	1990-94	1995	1996	1997	1998	1999 p
En porcentaje del PIB								
Estados Unidos								
Bonos	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Acciones	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japón								
Bonos	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Acciones	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Alemania								
Bonos	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Acciones	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

¹ Compras y ventas brutas de títulos entre residentes y no residentes.
Fuente: Datos nacionales. Cuadro V.2

entre los mercados de acciones y los tipos de cambio, dado el temor de que una caída de los mercados de acciones de Estados Unidos, unida a un debilitamiento del dólar, pudiera ejercer una influencia deflacionaria en el resto del mundo.

La correlación entre los mercados de valores y los tipos de cambio varía mucho de unos países a otros. En los últimos 25 años, la correlación entre los rendimientos mensuales de los índices bursátiles y las variaciones del valor de la moneda nacional, medidos por medio del tipo de cambio efectivo nominal, es positiva en Australia, Canadá, Japón, Italia y el Reino Unido, pero negativa en Estados Unidos, Alemania y algunos otros países de Europa continental (cuadro V.3). En este horizonte, los rendimientos del mercado de valores explican generalmente entre el 5% y el 20% de los rendimientos mensuales de los tipos de cambio en los países examinados.

... varía de unos países a otros ...

El sentido y la fuerza de la relación estadística entre los rendimientos del mercado de valores y las variaciones de los tipos de cambio también varían notablemente con el paso del tiempo (gráfico V.7). Los rendimientos diarios del mercado de valores de Estados Unidos evolucionaron de una forma muy similar a las variaciones del valor del dólar con respecto al yen y al marco a mediados de la década de 1990. La covariación de los mercados de acciones de Estados Unidos y el dólar se intensificó de nuevo durante 1999, cuando cerca de la mitad de las variaciones diarias de los precios de las

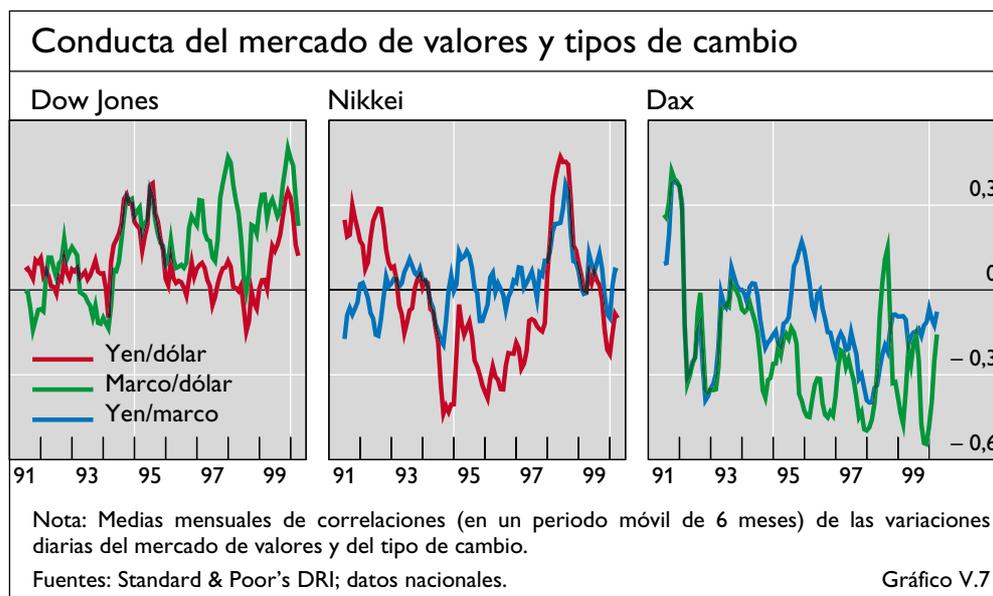
... y con el paso del tiempo

Mercados de valores y tipos de cambio en algunos países industrializados ¹									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Nota: Para una explicación de los códigos de los países, véase el gráfico II.2. * y ** significan estadísticamente significativo al nivel del 95% y el 99%, respectivamente.

¹ Coeficientes de correlación en el periodo 1975-2000 de los rendimientos mensuales de los índices bursátiles y tipos de cambio nominales efectivos definidos como diferencias logarítmicas.

Fuentes: Datos nacionales; BPI; cálculos del BPI. Cuadro V.3



acciones estadounidenses fueron acompañadas de variaciones en los tipos de cambio yen/dólar y marco/dólar. Sin embargo, esta correlación disminuyó considerablemente a principios del año 2000, cuando los episodios de descenso de los precios de las acciones no se acompañaron de una depreciación del dólar. Merece la pena señalar que la pauta que muestra el índice Dow Jones en el gráfico V.7 también es observable en el caso del índice S&P más general y del índice Nasdaq, que otorga más peso a las acciones del sector de alta tecnología.

La pauta de correlaciones entre las variaciones diarias de los mercados de valores de Japón y Alemania y el yen y el marco (o el euro) parece diferente. Las variaciones de los rendimientos del Nikkei y del yen frente al dólar fueron similares en 1996 y 1997, años en los que la tendencia a la baja de los mercados de acciones japoneses se acompañó de un debilitamiento del yen. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con el Dow Jones y el dólar, las variaciones diarias del Nikkei y del yen no estuvieron estrechamente correlacionadas en 1999. Los resultados son incluso menos claros en el caso del mercado de valores alemán y el marco, ya que las subidas del Dax registradas durante los últimos cinco años a menudo han estado correlacionadas positivamente con las variaciones del marco frente al dólar, pero no frente al yen. Por otra parte, la depreciación del euro en 1999 contrasta con las subidas del Dax (y de otros índices bursátiles de la zona del euro).

En conjunto, estos resultados inducen a pensar que la relación entre las oscilaciones de los tipos de cambio y los rendimientos de la bolsa de valores es débil. No parece que en las variaciones de los principales tipos de cambio bilaterales influya significativamente el comportamiento (absoluto o relativo) de los mercados de valores de Estados Unidos, Japón y Alemania. Por otra parte, la pauta temporal de estas correlaciones no confirma la conclusión de que obedecieron, en general, a variables macroeconómicas fundamentales, como los factores cíclicos, o a la orientación relativa de la política monetaria.

En conjunto, la relación es débil

Evolución de otros mercados de divisas

Las oscilaciones de las principales monedas europeas ajenas a la zona del euro obedecieron en gran medida a factores cíclicos. Las monedas de otros países industrializados respondieron, además, a los cambios de tendencia de los precios de los productos básicos. En las economías de mercado emergentes, las monedas se mantuvieron bastante estables, como consecuencia de la mejora de la situación interna, la subida de los precios de los productos básicos y las condiciones globales de liquidez. En estos países, los mercados bursátiles locales evolucionaron de una forma bastante parecida a la de los mercados de acciones de Estados Unidos y del tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar.

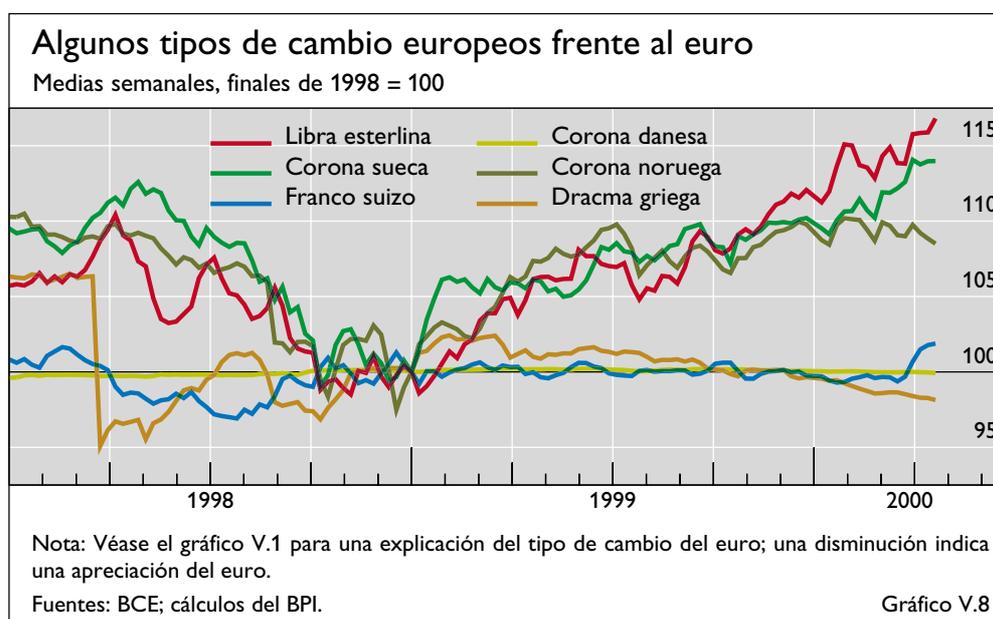
Las monedas europeas

La libra esterlina ha atravesado un largo periodo de fortaleza, en una economía que funcionaba casi a plena capacidad, con unos tipos de interés a corto plazo altos en relación con los de otras economías industrializadas. Entre enero de 1999 y marzo de 2000, la moneda se apreció alrededor de un 15% frente al euro (gráfico V.8), pero se mantuvo bastante estable frente al dólar; en términos efectivos reales, se acercó al máximo histórico de 1980. Tanto por sus oscilaciones generales como por sus variaciones diarias, la libra se mantiene en una posición intermedia entre el dólar y el euro, al igual que ocurrió en relación con el marco en el pasado, en el que la libra tendía a compartir alrededor de la mitad de las variaciones diarias del dólar frente al marco.

Los factores cíclicos apoyaron a la libra ...

La corona sueca, casi al igual que la libra, se apreció ininterrumpidamente frente al euro durante el periodo examinado, en un contexto en el que las diferencias de crecimiento entre Suecia y la zona del euro eran positivas (véase el capítulo II). En conjunto, la covariación de la corona y el euro parece similar a su antigua relación con el marco. En promedio, por cada 1% de

... y a la corona sueca



Cambio de la relación entre el franco suizo y el euro

depreciación del euro frente al dólar, la corona tendió en 1999 a depreciarse alrededor de un 0,7% frente al dólar.

En 1999, el franco suizo se movió principalmente dentro de una estrecha banda de 1,59–1,61 frente al euro, y, en promedio, respondió a las variaciones diarias del euro frente al dólar. El hecho de que la covariación del franco suizo y el euro fuera más estrecha estuvo relacionada con la adopción de medidas monetarias muy similares durante el año. Esta conducta del franco suizo contrastó con la observada en el pasado, tendente a depreciarse (apreciarse) frente al marco cuando la moneda alemana se debilitaba (fortalecía) frente al dólar. El gran desplazamiento de los volúmenes de transacciones de la moneda predecesora del euro más intercambiada, el marco, hacia el dólar confirmó la opinión de los operadores de los mercados de cambios de que el aumento de la relación entre el franco suizo y el euro había reducido las oportunidades de obtener beneficios en este mercado. Sin embargo, a finales de marzo de 2000, las autoridades suizas endurecieron la política monetaria mucho más que el BCE, y durante las semanas siguientes el franco suizo recuperó un 2,5% frente al euro.

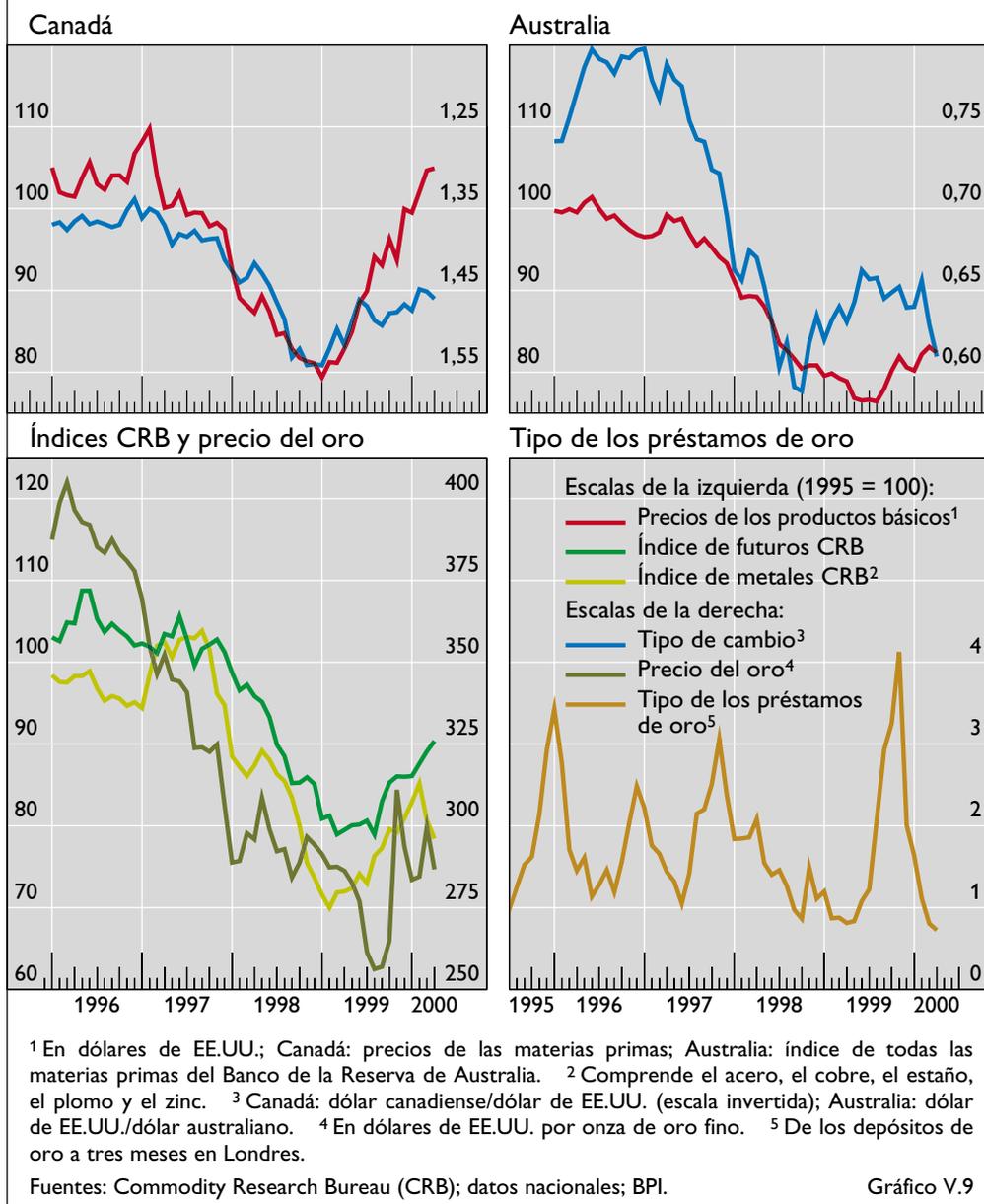
Las monedas de otros países industrializados

Sendas divergentes del dólar australiano y el dólar canadiense

Los precios de los productos básicos se han considerado tradicionalmente un importante determinante del dólar canadiense y, en mayor medida todavía, del dólar australiano. Suele creerse que los operadores de los mercados de cambios situados fuera de esos dos países relacionan ambas monedas con el índice del Commodity Research Bureau (CRB), que ha subido un 10% desde mediados de 1999. Esta relación parece que disminuyó el año pasado. Al recuperarse los precios de los productos básicos durante el verano después de haber bajado durante varios años, el dólar canadiense se fortaleció, mientras que el dólar australiano se depreció frente al dólar de Estados Unidos (gráfico V.9). Esta divergencia puede atribuirse en parte a que los operadores comenzaron a prestar más atención a la composición diferente de las exportaciones de mercancías australianas y canadienses, ya que el índice de precios de los productos básicos que es relevante para Canadá subió antes y mucho más que el correspondiente índice australiano. También puede haberse debido a que se esperaba que el crecimiento fuera más lento en Australia, en comparación con los indicios de continua y fuerte expansión de Canadá.

Los analistas del mercado atribuyeron la debilidad mostrada por los mercados de divisas y de valores de Australia durante los primeros meses del año 2000 a que los inversionistas de otros países se habían fijado en el modesto peso que tenían las acciones del sector de alta tecnología en el mercado bursátil local. En comparación con Canadá, se tendía a considerar a Australia como “vieja” economía más que como “nueva”. Sin embargo, es demasiado pronto para evaluar la repercusión del sector de alta tecnología en los mercados de divisas. Por otra parte, aunque la economía australiana no participa mucho en la producción de alta tecnología, el elevado crecimiento de la productividad australiana induce a pensar que la utiliza mucho.

Precios de las materias primas, tipos de cambio y tipo de los préstamos de oro



Las monedas de los mercados emergentes

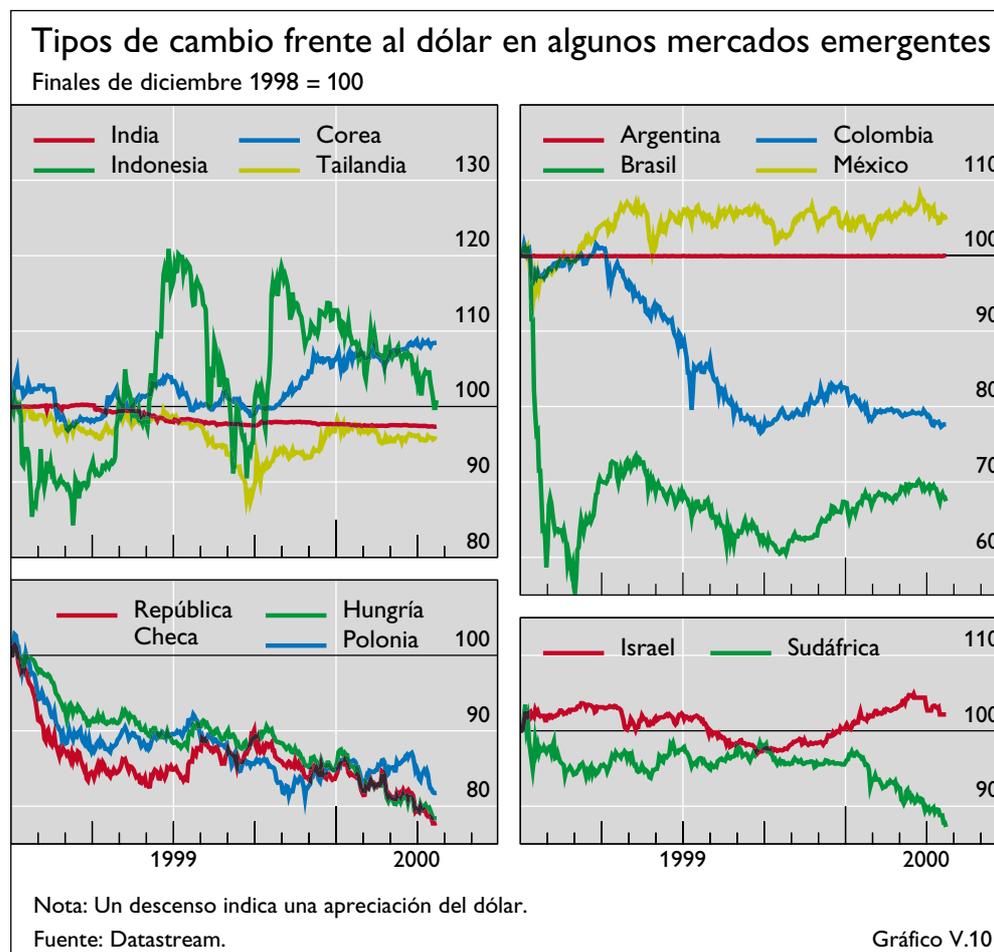
A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, durante el periodo examinado prevaleció, en general, la calma en los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes. La mayoría de las monedas asiáticas se mantuvieron bastante estables o se fortalecieron en 1999 y a principios del año 2000 (gráfico V.10). Durante el segundo semestre de 1999, el won se apreció alrededor de un 7% frente al dólar, mientras que el baht y la rupia primero se depreciaron y después recuperaron el terreno perdido. Tras el ataque especulativo sufrido por el real y su fluctuación posterior, los mercados latinoamericanos sufrieron durante unos meses algunas presiones, especialmente en Colombia, donde el peso cayó de forma pronunciada entre abril y julio de 1999,

Los mercados se mantuvieron en general en calma

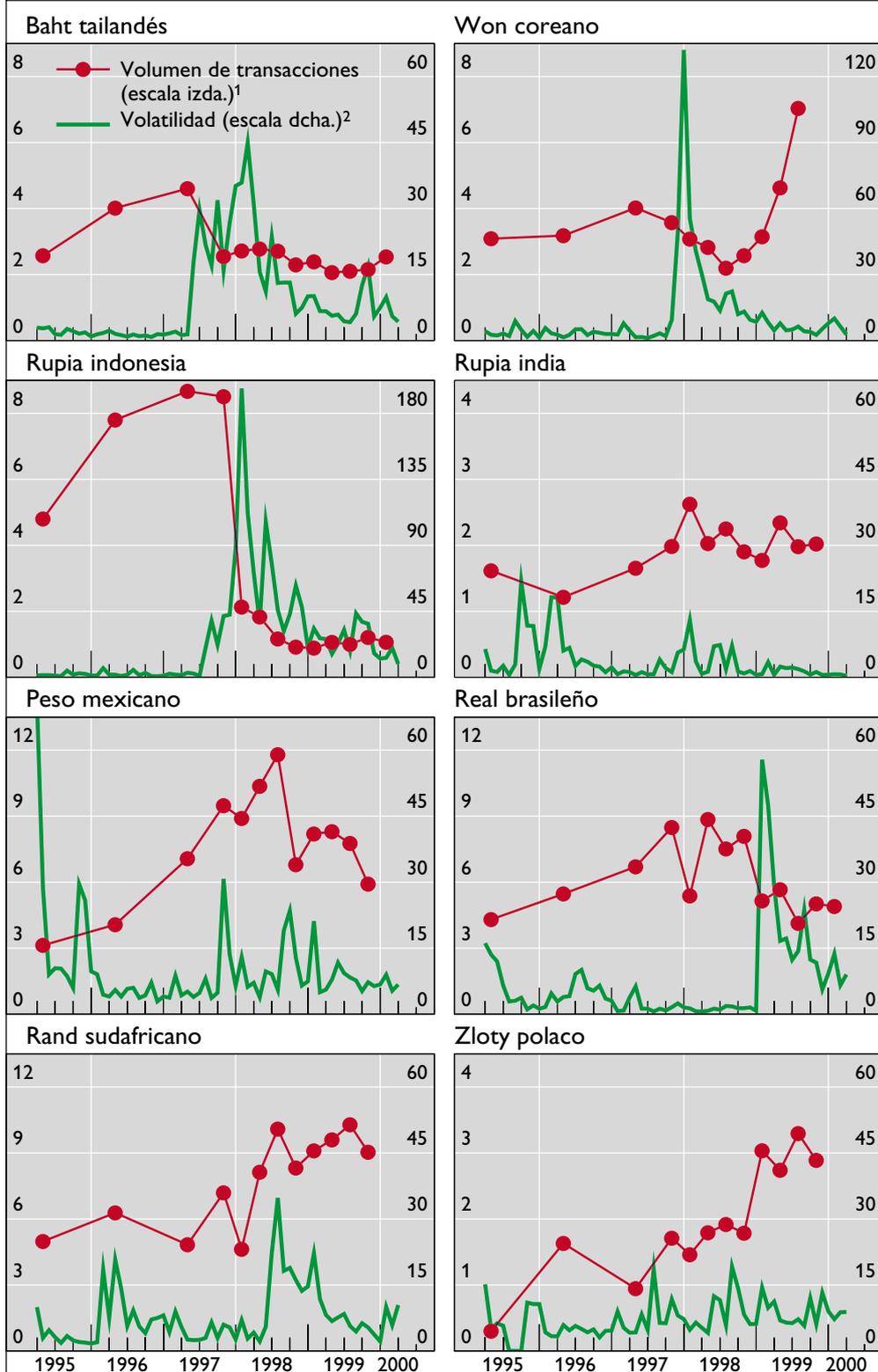
y en Ecuador, donde se introdujo oficialmente la dolarización a principios del año 2000. Sin embargo, los mercados de divisas de la región no sufrieron convulsiones dramáticas. Las monedas de Europa oriental se mantuvieron, en general, estables frente al euro y se debilitaron alrededor de un 20% frente al dólar. Por otra parte, el rand sufrió algunas presiones a principios de 1999 y de nuevo en enero de 2000, al suavizarse la política monetaria.

La volatilidad de los tipos de cambio en los mercados asiáticos y algunos mercados latinoamericanos prosiguió, en general, su descenso, pero en algunos países continuó siendo mayor que antes de la crisis asiática de 1997 y 1998 (gráfico V.11). Los volúmenes locales de operaciones se mantuvieron estables o aumentaron, si bien en muchos casos fueron muy inferiores a los niveles alcanzados a mediados de los años 90. El mercado de divisas de Corea fue una notable excepción: el volumen de transacciones experimentó un repentino aumento en 1999, coincidiendo con un fuerte crecimiento de los mercados bursátiles locales, que recibieron una entrada de 5.200 millones de dólares del extranjero en 1999 y una nueva entrada de más de 6.000 millones entre enero y mediados de marzo de 2000.

Esta mejora general de la situación se debió en gran medida a factores internos, como la recuperación del crecimiento. En algunos países asiáticos, los considerables superávits por cuenta corriente, unidos a las entradas de capitales, presionaron al alza sobre el tipo de cambio, y en algunos casos las



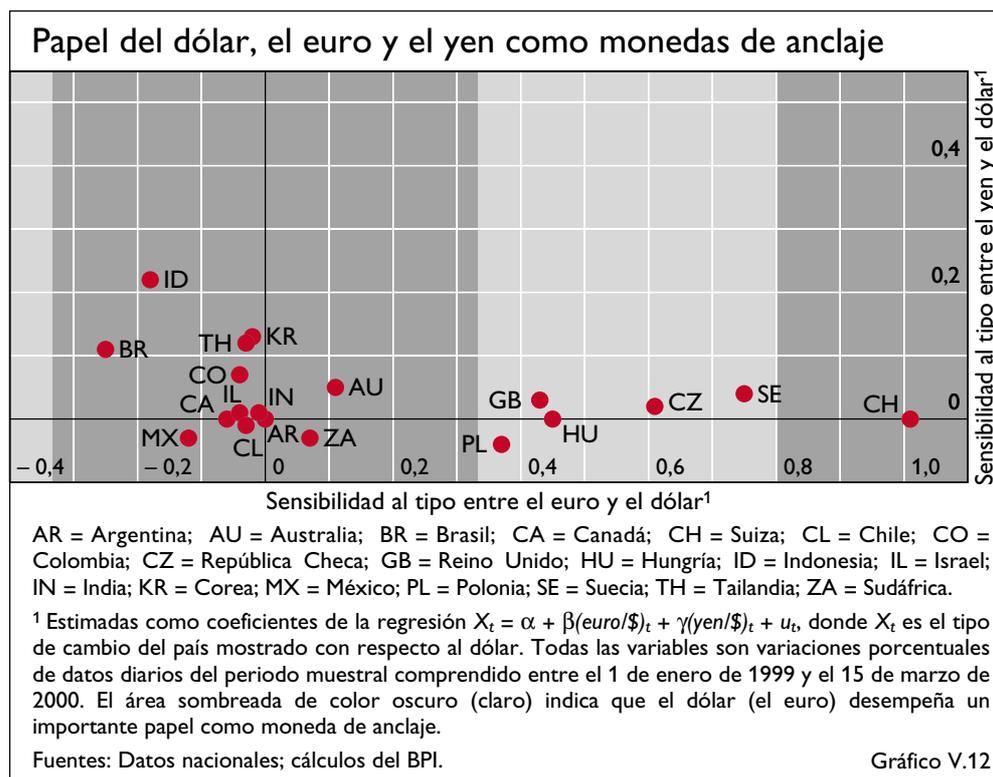
Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes



¹ Estimaciones realizadas por los respectivos bancos centrales del volumen local de transacciones en la moneda nacional, una vez deducida la doble contabilización, por sesión en el mes indicado (en miles de millones de dólares de EE.UU.), salvo en el caso de México, Brasil y Sudáfrica, que incluyen otras monedas; Indonesia y Polonia: importes brutos; Tailandia: medias anuales del segundo semestre de 1995 y 1996; Indonesia: medias anuales de 1995 y 1996. ² Desviación estándar en un mes anualizada de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio frente al dólar de EE.UU.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico V.11



autoridades monetarias intervinieron en el mercado de divisas para frenar la apreciación de la moneda nacional.

El papel del dólar ...

Durante el periodo examinado, las monedas de Asia y América Latina continuaron sintiendo la influencia de la conducta del dólar y tendieron a responder muy de cerca a sus variaciones frente al yen y al euro (gráfico V.12). En cambio, el yen siguió desempeñando un papel secundario, incluso en la región asiática, mientras que la influencia del euro fue muy parecida a la del marco.

... y de los mercados de valores de Estados Unidos

Otro factor que posiblemente influyó en la mejora del comportamiento de las monedas de los mercados emergentes fue la recuperación de los mercados bursátiles estadounidenses, que parecieron ejercer una notable influencia positiva en los mercados bursátiles locales. Aunque es posible que los bajos tipos de interés de estos países favorecieran la compra de acciones por parte de inversionistas nacionales, también es cierto que los mercados bursátiles locales han seguido muy de cerca a los mercados de acciones de Estados Unidos en los últimos años (gráfico V.13). Por otra parte, parece que las oscilaciones de los mercados bursátiles locales y del tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar han estado estrechamente correlacionadas durante ese mismo periodo. Dada la estrecha relación entre las monedas de los mercados emergentes de Asia y América Latina con el dólar, parece que la correlación se debe en parte a la notable influencia de los cambios en la política monetaria de Estados Unidos.

Algunos otros factores externos también influyeron positivamente en las monedas de los mercados emergentes en 1999 y a principios del año 2000. La recuperación de los precios de los productos básicos durante el verano de 1999 benefició a las monedas de los países que dependen tradicionalmente de



las exportaciones de materias primas. Y, lo que es más importante, la continua y abundante liquidez en los mercados financieros internacionales (véase el área sombreada del gráfico V.13) fue beneficiosa, en general, para los mercados emergentes.

Cambios estructurales y volumen de transacciones en los mercados de divisas

El periodo examinado se caracterizó por una moderada actividad general en los mercados de divisas. Según las estimaciones informales realizadas por los operadores, el volumen de transacciones experimentó un considerable descenso en los principales centros desde el otoño de 1998, cuando la actividad disminuyó vertiginosamente en respuesta a las grandes convulsiones de los mercados financieros y a la correspondiente disminución mundial de la liquidez. Aunque es posible que el volumen de operaciones fuera bajo debido a los acontecimientos a corto plazo, también cabe que influyeran los grandes cambios estructurales que han afectado a los mercados de divisas en los últimos años. Una cuestión importante es saber si la disminución

Actividad global moderada ...

del volumen de operaciones también se tradujo en un nivel de liquidez permanentemente bajo.

... influida por la UEM ...

Los mercados europeos comenzaron a contraerse varios años antes de la introducción de la UEM. Las cifras de las encuestas trienales de los bancos centrales en los mercados de divisas y derivados realizadas en 1995 y 1998 inducen a pensar que la llegada de la UEM provocó una reducción gradual del volumen total de operaciones de divisas del orden del 8%. Este descenso no se invirtió en 1999, ya que el volumen de operaciones en euros no fue mayor que el de operaciones en las monedas predecesoras. En 1999, la proporción de operaciones en euros con respecto al dólar fue más o menos igual que la de operaciones en marcos, francos franceses y liras con respecto al dólar en abril de 1998. Por otra parte, parece que el mercado entre el euro y el yen era tan pequeño como el mercado entre el marco y el yen en 1998. El deseo de los bancos comerciales de compensar las pérdidas de ingresos previstas en las operaciones europeas había contribuido al rápido crecimiento de los mercados de divisas en las economías de mercado emergentes. Sin embargo, al estallar la crisis asiática, la actividad también disminuyó en estos mercados y, por lo tanto, no contrarrestó la disminución del volumen de transacciones en Europa.

La introducción del euro, además de provocar la desaparición de las operaciones intraeuropeas, también parece haber influido indirectamente en el nivel de actividad de los mercados de divisas, al estimular la concentración del sector bancario en Europa continental (véase el capítulo VII) y la consiguiente reducción del número de operadores. A este factor vino a sumarse el aumento de las fusiones y adquisiciones en los sectores bancarios de Estados Unidos y el Reino Unido durante los últimos años.

... y el creciente papel de la contratación electrónica

Otra de las razones por las que disminuyó el volumen de operaciones durante 1999 posiblemente fuera la aceleración de la tendencia hacia la concentración de los operadores en los mercados de divisas. Durante el curso del año, las transacciones electrónicas aumentaron aún más en el mercado al contado, en detrimento de los medios tradicionales como la contratación a viva voz o la contratación directa. Entre 1995 y 1998, aumentó la proporción de transacciones electrónicas en la actividad del mercado de divisas al contado, pasando de alrededor del 10% a un 15% aproximadamente. En los dos años siguientes se duplicó, y en algunos segmentos del mercado, como en aquellos en los que intervienen las principales monedas, se dice que las transacciones electrónicas representaron entre el 50% y el 80% del mercado.

El avance de las transacciones electrónicas se debe en gran medida a sus costos más bajos, su más alta eficiencia y, lo que es más importante, su mayor transparencia en comparación con los medios convencionales. Tradicionalmente, los mercados de divisas al contado han sido opacos, dada la dificultad de difundir la información sobre los precios en ausencia de bolsas centralizadas. Antes de que llegara la contratación electrónica, los operadores normalmente tenían que realizar una serie de transacciones para obtener información sobre los precios vigentes en el mercado. Con la contratación electrónica, sin embargo, los operadores pueden saber de inmediato cuál es el "mejor" precio existente en el mercado y para ellos, según sus límites de

crédito y los de sus contrapartes, sin tener que pasar por un proceso incierto de conocimiento de los precios. Esto significa que, por lo general, necesitan realizar un número significativamente menor de transacciones cuando utilizan la contratación electrónica que cuando recurren a los medios tradicionales. Por lo tanto, un mismo nivel de liquidez del mercado puede ser compatible con un volumen menor de operaciones. Otra consecuencia es que las diferencias entre el precio de compra y el de venta en los principales tipos de cambio han disminuido espectacularmente, llegando a ser del orden de dos o tres centésimas de centavo de dólar estadounidense.

Aunque la expansión de la contratación electrónica ha influido negativamente en el volumen de operaciones, no es en absoluto evidente por los datos disponibles que la liquidez haya disminuido, puesto que alterar las posiciones utilizando la contratación electrónica es fácil y tiene un costo bajo. Tampoco es evidente que los demás cambios estructurales antes descritos hayan influido en la liquidez. En los últimos años, la volatilidad ha aumentado en comparación con la media de las dos últimas décadas, sobre todo en los mercados entre el dólar y el yen y entre el euro (marco) y el yen (cuadro V.4). La caída sin precedentes del 10% que sufrió el dólar frente al yen durante dos días a principios de octubre de 1998 demuestra que la magnitud de las variaciones registradas en un mismo día también ha sido a veces mayor. Por otra parte, existen indicios de que ha aumentado la frecuencia con que los tipos de cambio experimentan bruscas oscilaciones en un mismo día, como la caída del euro en 3 ¥ en unas pocas horas el 28 de febrero de 2000. Sin embargo, no existen pruebas de que la persistencia de los picos de la volatilidad variara en 1999. En conjunto, pues, es demasiado pronto para saber si las pautas de la volatilidad han cambiado significativamente.

Una cierta
repercusión en la
volatilidad

Volatilidad de los principales mercados de divisas			
	Yen/dólar	Yen/euro ¹	Dólar/euro ¹
Volatilidad histórica ²			
1980–89	10,1	7,3	11,4
1990–98	10,9	10,4	10,3
Volatilidad implícita ³			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
1T 2000	13,6	16,5	13,5
Diferencia entre el máximo y el mínimo ⁴			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
1T 2000	4,6	16,9	21,5

¹ Hasta 1999, yen/marco y dólar/marco. ² Desviaciones estándar anualizadas de los rendimientos diarios calculados por meses naturales. ³ A un mes. ⁴ Frecuencia de días, en porcentaje, en los que la diferencia entre el máximo y el mínimo fue superior al 2% en un mismo día.

Fuentes: BCE; Standard & Poor's DRI; cálculos del BPI. Cuadro V.4

Evolución del mercado del oro

El periodo examinado estuvo lleno de acontecimientos para el mercado del oro. Durante los tres primeros trimestres de 1999, el precio del oro tendió a bajar, pasando de alrededor de 291 \$ la onza en enero a un mínimo de 254 \$ a finales de agosto (gráfico V.9). El resto del periodo estuvo marcado por dos grandes acontecimientos. El primero ocurrió durante las dos semanas posteriores a la declaración conjunta de los bancos centrales del 26 de septiembre de 1999, en las que el precio del oro subió alrededor de una cuarta parte. Durante las semanas siguientes, perdió parte de las ganancias en un mercado muy volátil. El segundo tuvo lugar el 7 de febrero de 2000, cuando subió la onza alrededor de 20 \$ en unas pocas horas, tras la decisión de una importante mina de oro de modificar sus estrategias de cobertura. Sin embargo, este cambio se invirtió en los días siguientes.

Fueron factores de largo plazo, cíclicos y más técnicos los que influyeron en el precio del oro durante el periodo examinado. La disminución mundial de las expectativas inflacionarias había reducido el atractivo del oro como depósito de valor, así como su precio durante la década anterior. En los últimos años, al precio del oro le ha perjudicado, además, el descenso general de los precios de los productos básicos y de la demanda en la región asiática. La considerable caída de 1999 también puede atribuirse a un repentino aumento de las ventas a futuro por parte de los productores de oro. Con el fin de protegerse de los futuros descensos de los precios, las minas de oro elevaron sus ventas de cobertura más de un 400% durante los tres primeros trimestres del año, aumento equivalente a alrededor de un 10% de la oferta anual total de oro. La brusca subida del tipo de los préstamos de oro en el verano de 1999 presionó a los bancos que normalmente habrían comprado oro a futuro a los productores de oro a largos vencimientos y habrían cubierto su exposición pidiendo prestado oro a cortos vencimientos y vendiéndolo en el mercado al contado. Parece que en 1999 los productores de oro comenzaron a asegurar los precios de su producción a vencimientos más largos (10–15 años en lugar de 5–10), mientras que los bancos respondieron tratando de alargar el vencimiento de los préstamos de oro recibidos más allá de los tres a seis meses. Aunque la situación mejoró en el mercado de préstamos de oro durante el otoño, también parece que el volumen de cobertura ha sido la causa del aumento temporal de la volatilidad en octubre de 1999 y de la enorme subida del precio del oro del 7 de febrero de 2000, cuando pasó de 294 \$ a 313 \$.

La declaración conjunta apoyó el precio del oro

La declaración conjunta sobre el oro, que hizo subir su precio a finales de septiembre de 1999, fue realizada por los bancos centrales del Eurosistema, el Banco de Inglaterra, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional Suizo, que tenían conjuntamente alrededor de la mitad de las reservas totales oficiales de oro (cuadro V.5). Los firmantes acordaron limitar las ventas de oro a un máximo de alrededor de 400 toneladas al año y a 2.000 toneladas durante un periodo de cinco años. También declararon que el oro continuaría siendo un importante elemento de las reservas oficiales, que sólo podrían realizarse las ventas ya decididas y que los firmantes no aumentarían su actividad en los mercados de

préstamos de oro y de derivados en oro. Parece que el acuerdo de los bancos centrales rompió la tendencia descendente del precio de este metal. Tras el anuncio, el precio del oro se recuperó, pasando de alrededor de 260 \$ a más de 330 \$ a principios de octubre. En conjunto, el mercado del oro ha vuelto a la calma desde entonces.

También se ha considerado que las noticias sobre las ventas de tenencias oficiales de oro por los bancos fueron otro de los factores que afectaron al precio del oro durante el periodo examinado. Aunque este argumento podría justificarse alegando que tales ventas alteran el equilibrio entre la demanda actual de oro y la oferta, su volumen fue relativamente pequeño en comparación con las dimensiones del mercado del oro. Por ejemplo, una venta de 100 toneladas equivale a alrededor de un 4% de la producción anual mundial estimada y representa en torno a un 10% del volumen diario medio estimado de transacciones en el mercado londinense del oro al contado. Otra explicación de la influencia de las ventas oficiales de oro es que, a pesar de su volumen relativo, transmiten importantes señales sobre las futuras intenciones. Los bancos centrales constituyen el grupo que tiene más oro, junto con el FMI: sus reservas oficiales de oro ascienden a alrededor

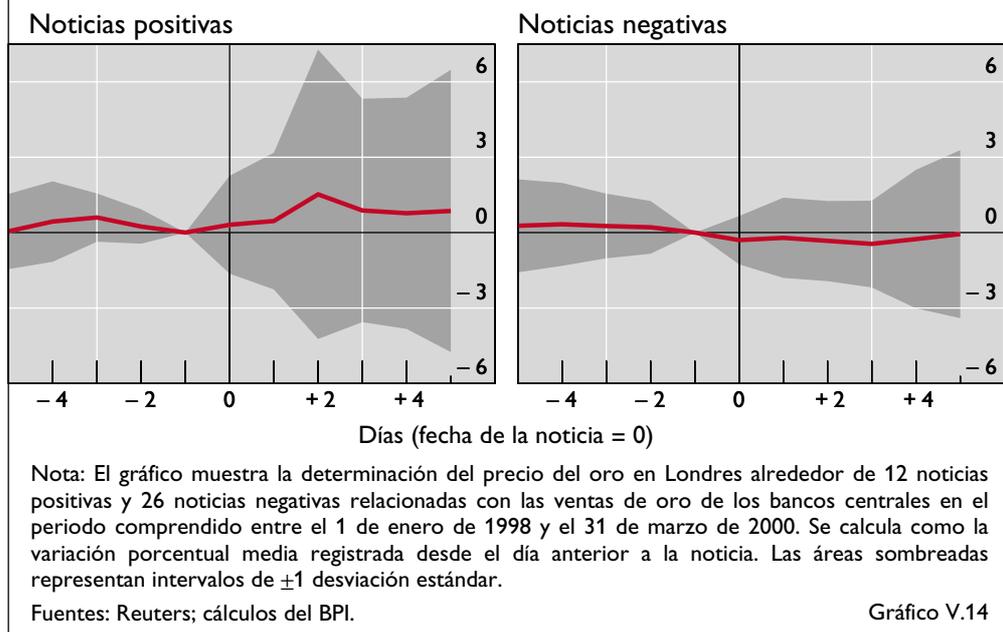
Tenencias oficiales de oro ¹		
	Toneladas	Porcentaje del total
Firmantes ²	15.998	47,6
Alemania	3.469	10,3
Francia	3.024	9,0
Suiza	2.590	7,7
Italia	2.452	7,3
Países Bajos	1.012	3,0
BCE	747	2,2
Reino Unido	665	2,0
Portugal	607	1,8
España	523	1,6
Austria	407	1,2
Bélgica	258	0,8
Suecia	185	0,6
Finlandia	49	0,1
Irlanda	6	–
Luxemburgo	2	–
Otros	17.623	52,4
<i>de los cuales:</i>		
Estados Unidos	8.138	24,2
FMI	3.217	9,6
Japón	754	2,2
BPI	192	0,6
Sudáfrica	124	0,4
Australia	80	0,2

¹ A finales de septiembre de 1999. ² Firmantes de la declaración conjunta sobre el oro del 26 de septiembre de 1999.

Fuentes: FMI; Consejo Mundial del Oro; BPI.

Cuadro V.5

Noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales y precio del oro



de 33.000 toneladas, el equivalente a 13 años de producción; de ahí que, si el mercado comenzara a prever futuras ventas, ello probablemente afectaría a los precios actuales.

En promedio, el efecto de las noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales ...

Dada la repercusión del acuerdo de los bancos centrales en el precio del oro, es instructivo analizar su conducta durante los días en los que llegaron al mercado noticias sobre ventas oficiales en el periodo comprendido entre enero de 1998 y marzo de 2000. Aunque debe señalarse que este análisis se basa en las noticias sobre las ventas oficiales de oro que llegaron a los operadores y no en las cifras reales de ventas, sería coherente con el argumento anterior de las señales, según el cual las primeras influyen más en la reacción del mercado y, por lo tanto, en el precio del oro. Las noticias pueden clasificarse según que puedan producir *ex ante* un efecto positivo o negativo en el precio del oro. Entre las noticias positivas se encuentran las decisiones de no realizar ventas de oro previamente planeadas y los comentarios oficiales oponiéndose a las ventas de oro. Entre las noticias negativas figuran los informes de ventas oficiales realizadas o sobre un aumento de las perspectivas de ventas en el futuro. Evidentemente, esta clasificación no es indiscutible. Las noticias sobre una venta anterior que sólo se anuncia *ex post* podrían tener un efecto positivo en el precio del oro, ya que el mercado se alentaría al enterarse de que se ha absorbido una venta.

... no fue significativo

En promedio, el precio del oro bajó los días en los que aparecieron noticias negativas sobre ventas de oro (gráfico V.14). Sin embargo, la bajada fue muy pequeña (no sobrepasó el 0,25%) y revirtió casi por completo durante los días siguientes. En el caso de las noticias positivas, el precio del oro subió en promedio, pero de nuevo sólo temporalmente. Debe señalarse que este último resultado parece obedecer principalmente al acuerdo de los bancos centrales

del 26 de septiembre de 1999. Cuando se excluye este único caso de la lista de acontecimientos positivos, éstos suelen ir seguidos de un pequeño descenso del precio del oro.

Teniendo presentes las salvedades antedichas, el análisis sugiere que durante los dos últimos años, aunque las noticias sobre las ventas oficiales de oro han influido significativamente en el precio de este metal en algunas ocasiones, su repercusión promedio no ha sido significativa. Una interpretación de este aparente enigma es que, durante el periodo 1998–principios de 2000, la mayor parte de estas noticias se refirió al pasado. Es decir, suministró a los operadores información sobre ventas ya realizadas.

VI. Mercados financieros

Aspectos más destacados

En 1999, los participantes de los mercados financieros, aunque aún con las heridas dejadas por las recientes crisis, centraron la atención en las favorables perspectivas y comenzaron de nuevo a asumir riesgos con creciente avidez. El entusiasmo por la tecnología digital y los datos cada vez más convincentes sobre el crecimiento económico mundial elevaron los precios de muchas acciones hasta nuevos máximos. En los mercados de crédito, una sed similar de riesgo superó los episodios de presiones sobre la liquidez y redujo gradualmente los diferenciales de tipos, coincidiendo con una emisión sin precedentes de títulos de deuda privada. El alza de los tipos de interés a largo plazo en Europa y Estados Unidos se consideró como un signo positivo de que la política monetaria podía alejar a las economías de la inflación y mantener al mismo tiempo el crecimiento.

Durante el primer trimestre del año 2000, los participantes de mercados comenzaron a pensar que su entusiasmo había ido demasiado lejos. En los mercados de valores, los inversionistas empezaron de pronto a sentir temor por las valuaciones tan altas, lo que provocó enormes fluctuaciones, sobre todo en los precios de los valores tecnológicos. Los datos publicados durante el trimestre crearon incertidumbre sobre el grado en que debería endurecerse la política monetaria. Al mismo tiempo, las perturbaciones de la oferta en el mercado del Tesoro de Estados Unidos afectaron a los precios de una manera poco habitual. Las actividades de arbitraje y de creación de mercados, que normalmente habrían absorbido estas perturbaciones, parecían no haberse recuperado de las pérdidas sufridas durante el otoño de 1998. La volatilidad experimentada por los rendimientos a largo plazo como consecuencia de ello no sólo desconcertó a los prestatarios y a los inversionistas para los que ese mercado servía de punto de referencia, sino que también enturbió la información que transmiten normalmente sobre las perspectivas macroeconómicas.

Las variaciones de los precios relativos de los activos tuvieron consecuencias para la economía real en forma de una redistribución del capital entre los sectores económicos. En los mercados de acciones, el espectacular comportamiento de los valores tecnológicos ayudó a las empresas recién creadas a recaudar máximos históricos en sus ofertas públicas iniciales, mientras que los resultados aparentemente malos de otras acciones provocaron grandes programas de recompra que permitieron a los accionistas recuperar sus fondos. En los mercados de deuda, los superávits presupuestarios de Estados Unidos y el Reino Unido y la disminución de los déficits en Europa continental, a la que contribuyó la reducción de los diferenciales de tipos, permitieron que aumentara significativamente la emisión de bonos de

El optimismo cede a la preocupación

Las variaciones de los precios de los activos provocan la reasignación del capital

empresas, lo que sirvió para transferir el ahorro de los títulos del Estado a los de prestatarios privados.

Los precios de los activos también influyeron en el modo de financiación de los desequilibrios de la cuenta corriente en el mundo. Los mercados de valores apoyaron los movimientos de capitales, incluidas las adquisiciones transfronterizas pagadas con acciones. Los propios bancos internacionales grandes realizaron considerables inversiones en los mercados de títulos de deuda en vertiginosa expansión y dejaron un poco de lado su actividad tradicional de realizar préstamos internacionales. Por su parte, los prestatarios de los mercados emergentes apenas tuvieron necesidad de préstamos bancarios extranjeros; de hecho, aceleraron la devolución de los que tenían, por lo que el mercado interbancario internacional se encontró de pronto con una gran abundancia de fondos. Sin embargo, exceptuando las operaciones relacionadas con adquisiciones, los bancos comenzaron a tener dificultades para encontrar nuevos prestatarios.

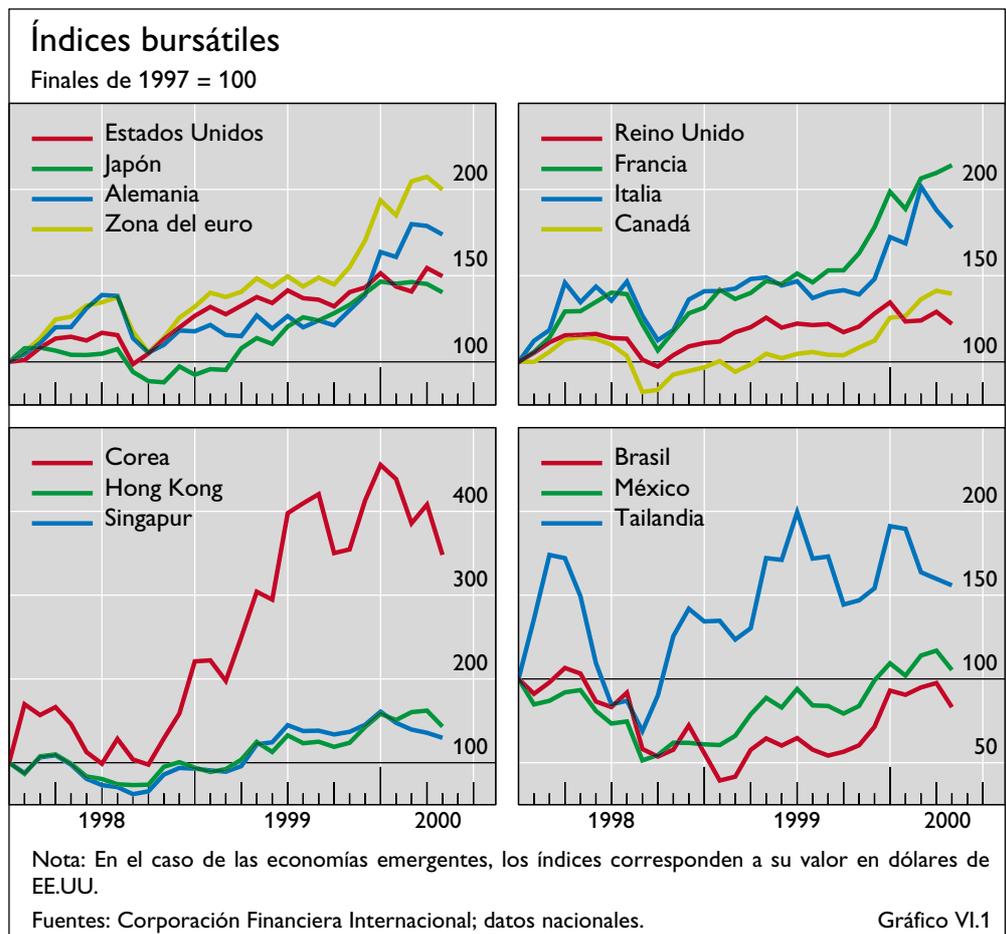
Inversión de grandes bancos en los mercados de títulos de deuda en vertiginosa expansión

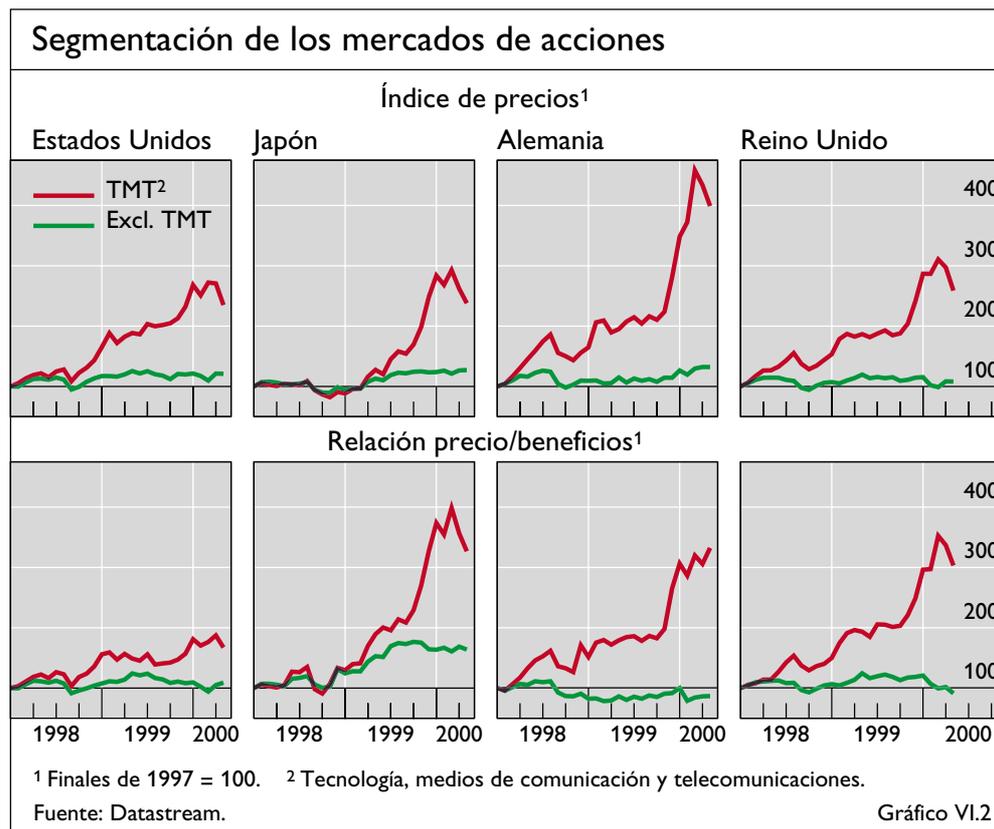
Los mercados de acciones

Pautas de comportamiento

Gracias al impulso de años anteriores, los mercados de acciones de todo el mundo alcanzaron nuevos máximos históricos en 1999 (gráfico VI.1). Las grandes ganancias fueron especialmente notables al registrarse en un momento

Nuevos máximos históricos en los mercados de valores de todo el mundo





en que estaban subiendo los tipos de interés en Estados Unidos y Europa. Incluso el mercado de valores de Tokio, que había estado débil durante varios años, se sumó a la tendencia mundial y se recuperó de las pérdidas registradas desde el comienzo de las recientes crisis financieras asiáticas. Los mercados de Brasil, Corea, México y otros países que se recuperaban de la recesión fueron de los que obtuvieron mejores resultados en todo el mundo. El ritmo mundial de avance alcanzó un máximo en el último trimestre de 1999, antes de comenzar a decaer a comienzos del año 2000.

La fuerza mostrada por los grandes índices bursátiles en 1999 oculta grandes diferencias entre el comportamiento de las acciones de la “nueva economía” y el de las acciones de la “vieja”. En Estados Unidos, por ejemplo, menos de la mitad de las empresas del índice S&P 500 obtuvo, de hecho, rendimientos positivos durante el año. En todo el mundo, las ganancias generales del mercado se debieron principalmente a las acciones de las empresas de alta tecnología y telecomunicaciones, cuyo valor casi se duplicó en Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania y casi se triplicó en Japón (gráfico VI.2). Alemania es el país con mayor divergencia entre los precios de los valores tecnológicos y el resto, fenómeno al que contribuyó la prima relacionada con las adquisiciones de empresas de telecomunicaciones. El comportamiento de los sectores de la “vieja economía” también varió de unos países a otros. Los precios de las acciones de estos sectores cayeron en Estados Unidos y el Reino Unido, pero subieron en Alemania y Japón.

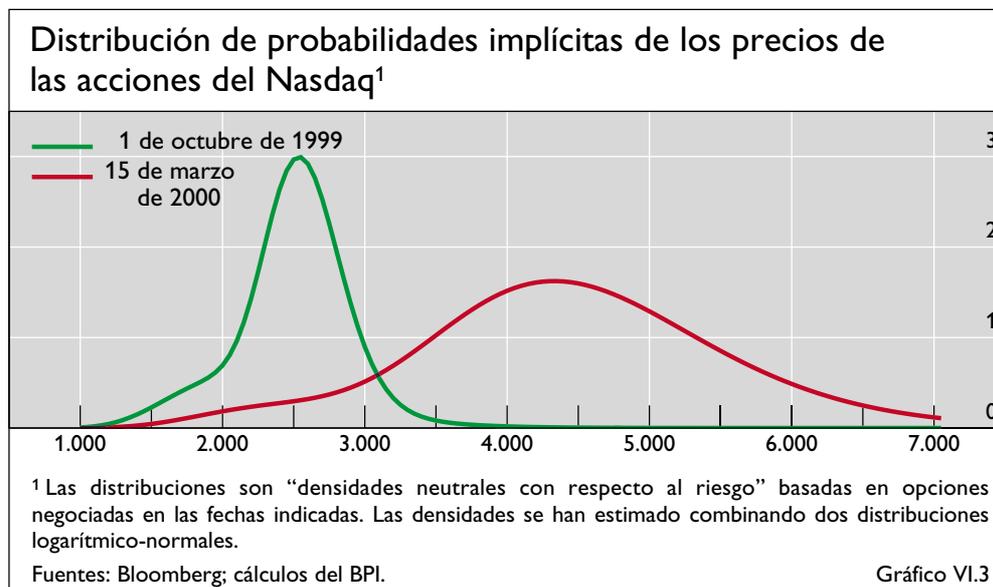
La divergencia tanto entre los mercados nacionales como entre los sectores económicos fue aún mayor durante el primer trimestre del año 2000, al aumentar espectacularmente la volatilidad del mercado. En Europa

Las ganancias del mercado se debieron a los valores tecnológicos

continental, los precios de las acciones, tras experimentar una breve caída a principios de año, reanudaron su ascenso, mientras que en Estados Unidos continuaron bajando. En Japón, el anuncio a mediados de marzo de que la economía había entrado en una recesión, con una contracción relativamente grande de la producción durante el cuarto trimestre de 1999, provocó la venta temporal de acciones japonesas. En el mercado estadounidense, los datos publicados mostraban una economía real que parecía impermeable al endurecimiento de la política monetaria y desencadenaron frecuentemente grandes fluctuaciones de los precios de un día para otro. En algunas sesiones, los valores tecnológicos subían y los otros bajaban, y lo contrario sucedía en otras sesiones. A veces, en una sola sesión la volatilidad fue superior a la registrada normalmente durante varios días. El 4 de abril, por ejemplo, el índice Nasdaq, en el que predominan los valores tecnológicos, bajó un 13% durante la sesión, pero al cierre recuperó la mayor parte del terreno perdido. Una semana más tarde, cayó otra vez, sobre todo tras el anuncio de una subida algo significativa del IPC, y perdió 1,4 billones de dólares de capitalización. Sin que apareciera ninguna nueva noticia importante, el mercado subió de nuevo a comienzos de la semana siguiente.

Forcejeo entre los valores tecnológicos y el resto de los valores

A la volatilidad de abril le precedió un aparente aumento de la incertidumbre de los operadores sobre la evolución de los precios de las acciones. Esta incertidumbre, reflejada en los precios de las opciones, pareció aumentar incluso más que la volatilidad efectivamente observada, sobre todo en el caso de los valores tecnológicos. La volatilidad prevista reflejada en los precios de las opciones negociables en el índice Nasdaq fue relativamente modesta en octubre de 1999, mes en el que los precios de los valores tecnológicos subieron, lo cual parece demostrar una cierta confianza en las valoraciones (gráfico VI.3). Sin embargo, una vez que comenzaron a decaer los precios de estas acciones durante el primer trimestre del año 2000, aumentó extraordinariamente la volatilidad implícita en los precios de las opciones. A mediados de marzo de 2000, la distribución implícita de los precios previstos indicaba que existía alrededor de un 25% de probabilidades de que se



registrara una caída del 20% como mínimo, mientras que en octubre la probabilidad era del 15%.

Volatilidad y cambios de las valoraciones

Los vaivenes de los mercados llevan a preguntarse por las valoraciones

La evolución zigzagueante de los mercados de valores suscita la pregunta de cuáles son las causas de estos cambios de las valoraciones. Dado que las acciones representan un derecho sobre el futuro reparto del valor de la empresa entre los accionistas, su precio debería reflejar la nueva información sobre sus beneficios, sobre todo sobre el ritmo al que aumentarán. También debería reflejar el rendimiento esperado de otras inversiones, como los bonos, y un rendimiento adicional inobservable que los inversionistas exigen por asumir el riesgo, la llamada prima de riesgo de las acciones.

Fluctuaciones de los precios provocadas aparentemente por muy poca información nueva

Las recientes oscilaciones de los precios a corto plazo parecen haber sido provocadas por muy poca información nueva. Este fenómeno no es en sí mismo algo excepcional, ya que históricamente los precios de las acciones han subido y bajado más de lo que pueden explicar las variaciones observadas de los beneficios. Este “exceso de volatilidad” podría deberse a una inconstancia irracional de los agentes que participan en el mercado. Las variaciones de la prima de riesgo inobservable de las acciones pueden reflejar esta conducta, si bien no está claro por qué la prima varía tanto en tan corto espacio de tiempo. Otra posible explicación de las grandes oscilaciones de los precios de las acciones se halla en el hecho de que los inversionistas poseen distinta información. Algunos pueden tener a veces información privada importante que transmiten al mercado únicamente a través de sus operaciones, por lo que son las órdenes y no la información de dominio público las que mueven el mercado.

Aunque las fluctuaciones a corto plazo de los precios de las acciones son difíciles de explicar, las variaciones a largo plazo muestran regularidades empíricas bastante coherentes con las variables económicas fundamentales. Cuando los indicadores de valoración —como la rentabilidad del dividendo y la relación precio/beneficios— se alejan mucho de su relación normal con el ciclo económico, los niveles acaban volviendo a la media histórica. Normalmente, una baja rentabilidad del dividendo o una elevada relación precio/beneficios han regresado a los niveles normales como consecuencia de un descenso de los precios más que de un aumento de los dividendos o de los beneficios.

Las perspectivas no eran favorables para las acciones ...

Desde el punto de vista histórico, a finales de marzo de 2000 las perspectivas no eran favorables para las acciones. La continua subida general de sus precios había empujado a los indicadores de valoración de los mercados bursátiles en su conjunto a niveles extremos. Por ejemplo, la rentabilidad del dividendo era en la mayoría de los mercados igual o muy cercana a los mínimos históricos (cuadro VI.1). Ciertamente es que la creciente tendencia de las empresas a repartir beneficios entre los accionistas por medio de la recompra de acciones y no mediante reparto de dividendos, contribuyó a reducir la rentabilidad del dividendo independientemente de los cambios de la disposición de los operadores a asumir riesgos. No obstante, también parece que los mercados de valores estaban sobrevalorados, a juzgar por la relación

Indicadores de valoración de los precios de las acciones ¹									
	Rentabilidad del dividendo ²				Relación precio/beneficios ³				
	Media	Mínimo		Marzo 2000	Media	Sep. 1987	Máximo		Marzo 2000
		nivel	fecha				nivel	fecha	
Estados Unidos	3,6	1,1	dic. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	jul. 1999	28,3
Japón	1,3	0,4	ene. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	feb. 2000	80,6
Alemania	2,7	1,1	feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	ene. 2000	22,8
Francia	4,0	1,6	mar. 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	mayo 1973	26,8
Italia	2,8	1,0	mayo 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	mar. 2000	35,6
Reino Unido	4,7	2,1	mar. 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	ene. 2000	28,1
Canadá	3,3	1,1	mar. 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	nov. 1999	32,8
Países Bajos	4,6	1,7	ene. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	ene. 2000	26,5
Suiza	2,3	0,9	mar. 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	mar. 1998	20,1
Suecia	2,5	1,1	mar. 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	mar. 2000	34,2
Bélgica	4,0	1,3	ene. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	abr. 1973	17,1

¹ Desde 1973. ² Suecia: desde 1982. ³ Italia: desde junio de 1986; Reino Unido: desde 1980; Canadá: excluido el periodo 1991-94, en el que la relación fue excepcionalmente alta debido a los muy bajos beneficios a causa de las cancelaciones (máximo en 1994: 504); Suecia: desde 1982.

Fuente: Datastream. Cuadro VI.1

precio/beneficios. Aunque estos indicadores habían bajado algo, en general, con respecto a los máximos recientes, aún eran históricamente altos e incluso superiores a los niveles observados antes de la crisis bursátil de octubre de 1987.

La diferencia de comportamiento entre las acciones de la “vieja economía” y las de la “nueva” durante el pasado año parecía indicar que la evolución de las acciones podía depender de cada sector. Aunque la relación precio/beneficios de las acciones de la “vieja economía” era inferior a la del mercado en general, los indicadores de valoración inducían a pensar que incluso estas acciones podían estar sobrevaloradas. A finales de marzo de 2000, las relaciones precio/beneficios del sector tradicional eran en Estados Unidos y el Reino Unido de 23 y 19, respectivamente, cifras muy superiores a sus medias históricas, aun cuando estos países se encontraban en una fase del ciclo económico (véase el capítulo II) asociada, al menos en el pasado, a un margen menor de crecimiento de los beneficios. Por otra parte, en Estados Unidos no parecía que las acciones de la “vieja economía” se hubieran ajustado totalmente a las subidas de los tipos de interés (gráfico VI.4).

Los indicadores tradicionales de valoración inducían a pensar que los valores tecnológicos corrían mayores riesgos aún. Las relaciones precio/beneficios de estos sectores alcanzaron máximos sin precedentes. A finales de marzo de 2000, eran de 53 en Estados Unidos y de 169 en Japón. Estas valoraciones dependen en parte del crecimiento de los beneficios, que a largo plazo debe converger con el de la economía. Por lo tanto, las diferencias de valoración dependen de con cuánta rapidez esperan los inversionistas que crecerán los beneficios a corto plazo, de lo que dure el periodo de rápido crecimiento y de la prima de riesgo de las acciones. Considerando las medias históricas del crecimiento a largo plazo y de las primas de riesgo de las acciones, parece que los inversionistas han sido muy optimistas respecto de las

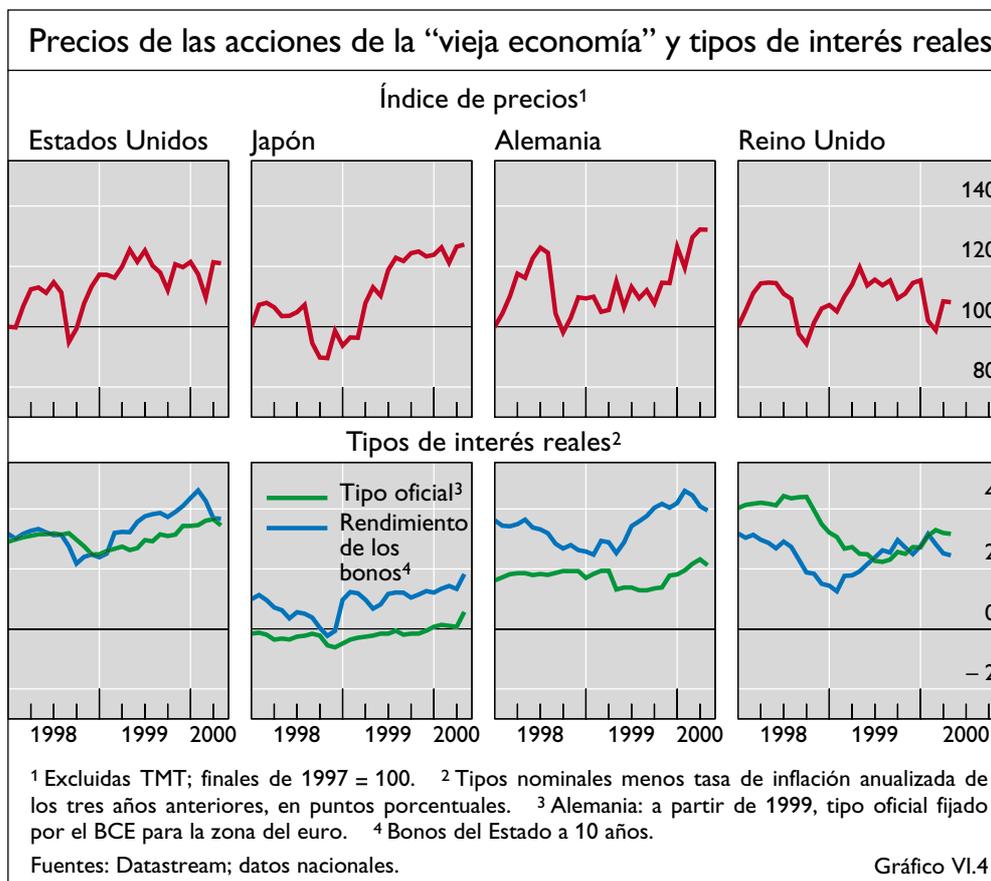
... y podían depender de cada sector

Los indicadores parecían señalar que los valores tecnológicos corrían mayores riesgos

perspectivas de crecimiento a corto plazo de las empresas de alta tecnología. A juzgar por las relaciones precio/beneficios, la tasa esperada de crecimiento de los beneficios en el sector de alta tecnología de Estados Unidos en su conjunto era del 21% al año en términos reales para la próxima década, es decir, más de cinco veces superior a la tasa real de crecimiento de la economía. Al mismo tiempo, el mercado esperaba que los beneficios reales por acción de las empresas japonesas de alta tecnología crecieran a una tasa anual media del 25% en la próxima década. Aun suponiendo que la prima de riesgo de las acciones ha descendido a cero, las tasas reales implícitas de crecimiento de los beneficios en un periodo de 10 años serían del 12% en Estados Unidos y del 16% en Japón.

Las elevadas valoraciones no se basan en el historial de los beneficios

Aunque los indicadores de valoración de muchas acciones alcanzaron niveles extraordinarios, dados los beneficios actuales, otras elevadas valoraciones parecían basarse enteramente en supuestos sobre los beneficios previstos más que en su historial. De hecho, muchas de las empresas de alta tecnología que han salido recientemente a bolsa no tenían ningún beneficio que presentar y sus supuestas tasas de crecimiento de los beneficios se basaban en conceptos de valoración nuevos y no verificados. Algunos de estos conceptos se inspiraban en relaciones como la ley de Metcalfe (Metcalfe fue el inventor de la red Ethernet, precursora de Internet), que establece que el valor de una empresa de red debe ser proporcional al *cuadrado* del número de suscriptores, ya que ése es el número de posibles conexiones. Un concepto tal podría justificar el supuesto de unos rendimientos con un aumento



espectacular, sin guardar una relación estrecha con los tipos de interés o con el nivel general de actividad económica. Parecía que las valoraciones pasaban por alto el hecho de que las empresas de red probablemente encontrarán y conectarán primero a los clientes más valiosos y, en este caso, deben mostrar inevitablemente rendimientos decrecientes. Por otra parte, conceptos como la ley de Metcalfe no pueden aplicarse a todas las empresas de Internet, como las “punto.com” dedicadas a la venta al por menor ni a todas las empresas de un mismo sector, ya que habrá necesariamente perdedores y ganadores.

Riesgos de valoración y resultados económicos potenciales

Dados los niveles históricos alcanzados por los principales mercados de valores, existen claros riesgos de que se produzca una enorme corrección en todo el mercado. El sector de alta tecnología parece especialmente vulnerable. Sin embargo, el resto de los sectores también muestra valoraciones históricamente elevadas. Aunque durante la mayor parte del primer trimestre del año 2000 los inversionistas favorecieron alternativamente a uno de los sectores frente al otro, un cambio de opinión que afectara a los valores tecnológicos podría muy bien tener repercusiones también en los demás valores. Y a menudo hace falta muy poco para que cambie la opinión. Pueden registrarse grandes órdenes de venta imprevistas y provocar nuevas ventas porque los demás inversionistas piensan que se basan en informaciones desfavorables, con independencia de que las ventas iniciales se basaran o no en información negativa. Históricamente, este fenómeno ha provocado a menudo una pérdida general de confianza y una caída imprevista de los precios.

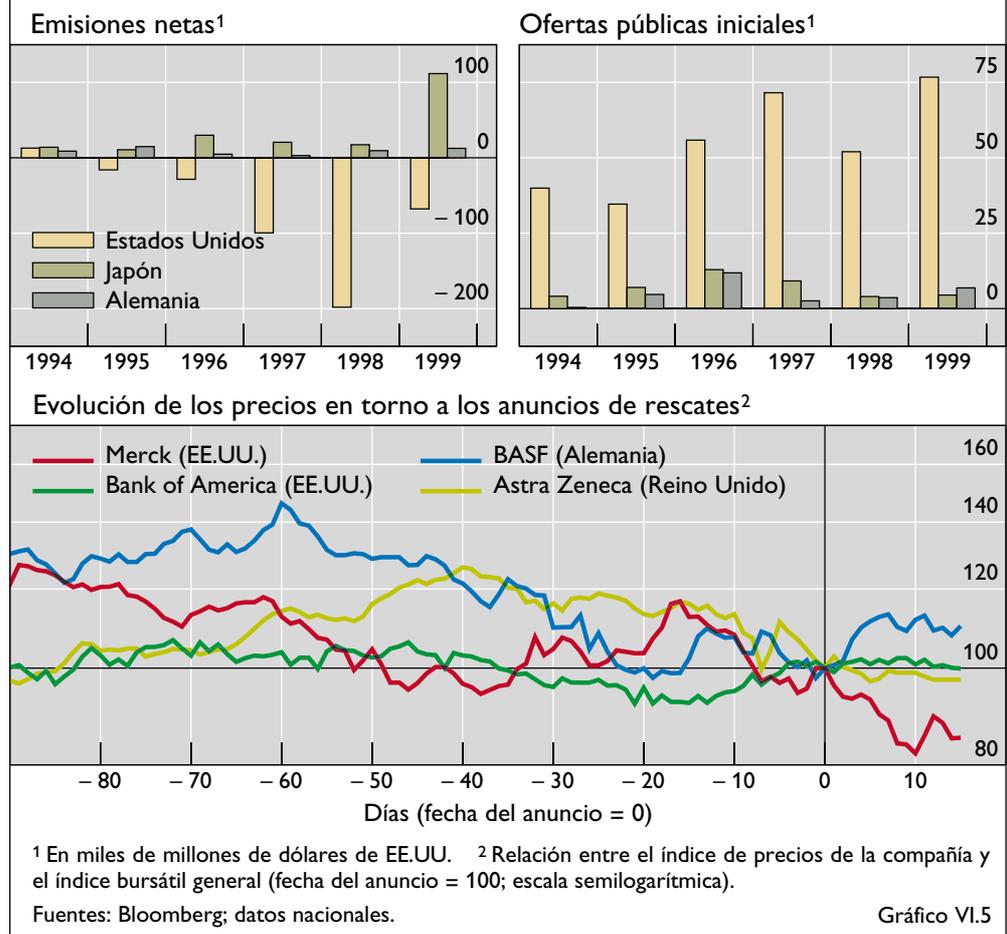
Hace falta muy poco para que se produzca un cambio de opinión

Los riesgos de sobrevaloración para la economía real no se limitan a la posibilidad de que una enorme corrección frene el consumo a través de un efecto-riqueza o reduzca la inversión a través de un aumento del costo del capital (véase el capítulo II). Toda mala asignación del capital durante un periodo de expansión implica también la necesidad de que se produzca un ajuste posterior. Las consecuencias reales de las variaciones de los precios relativos de los valores tecnológicos con respecto a los demás valores ya quedaron patentes en las considerables transferencias de capital entre los dos sectores. En 1999, los inversionistas de todo el mundo colocaron más dinero que nunca en las nuevas empresas que salieron a bolsa, la mayoría pertenecientes al sector de alta tecnología (gráfico VI.5). Al mismo tiempo, las empresas tradicionales cuyas acciones se consideraban menos dinámicas continuaron anunciando programas de recompra de acciones que devolvieron capital a los accionistas. Una sobrevaloración de las nuevas empresas de alta tecnología que salen a bolsa habría fomentado la creación de un número excesivo de empresas en este sector y el consiguiente exceso de inversión significaría una disminución de la productividad más adelante. Si se produce una gran corrección, una parte de las pérdidas de capitalización bursátil puede atribuirse, y con razón, a una revisión a la baja de la productividad esperada.

Las nuevas empresas que emiten ofertas públicas iniciales obtienen sumas históricas

En 1999, la reasignación del capital también adoptó la forma de adquisiciones transfronterizas, que afectaron a menudo a empresas de telecomunicaciones. Estas adquisiciones ayudaron a financiar los grandes desequilibrios de la cuenta corriente del mundo. Estados Unidos y los países

Emisiones de acciones y evolución de los precios en torno a la fecha de los anuncios de recompra



Las adquisiciones se financiaron con acciones en lugar del pago en efectivo

latinoamericanos, en particular, financiaron sus déficit externos recurriendo principalmente a las entradas de acciones en forma de adquisiciones extranjeras de empresas nacionales. De hecho, a veces la alta demanda extranjera de activos estadounidenses elevó el dólar a pesar de los grandes déficit. En Europa sobre todo, una oleada de fusiones y adquisiciones inundó el sector de las telecomunicaciones. Muchas de las recientes adquisiciones llevadas a cabo en todo el mundo —a diferencia de las que se realizaron a finales de los años 80— se han efectuado con acciones de la empresa compradora más que mediante pagos en efectivo. Al ser altos los precios de las acciones, las empresas de alta tecnología han podido hacerse con el control de empresas de la antigua economía y utilizar su flujo de caja interno para efectuar sus propias inversiones. Está aún por saber si esta reasignación del capital también tendrá implicaciones para el crecimiento de la productividad.

Los mercados de bonos

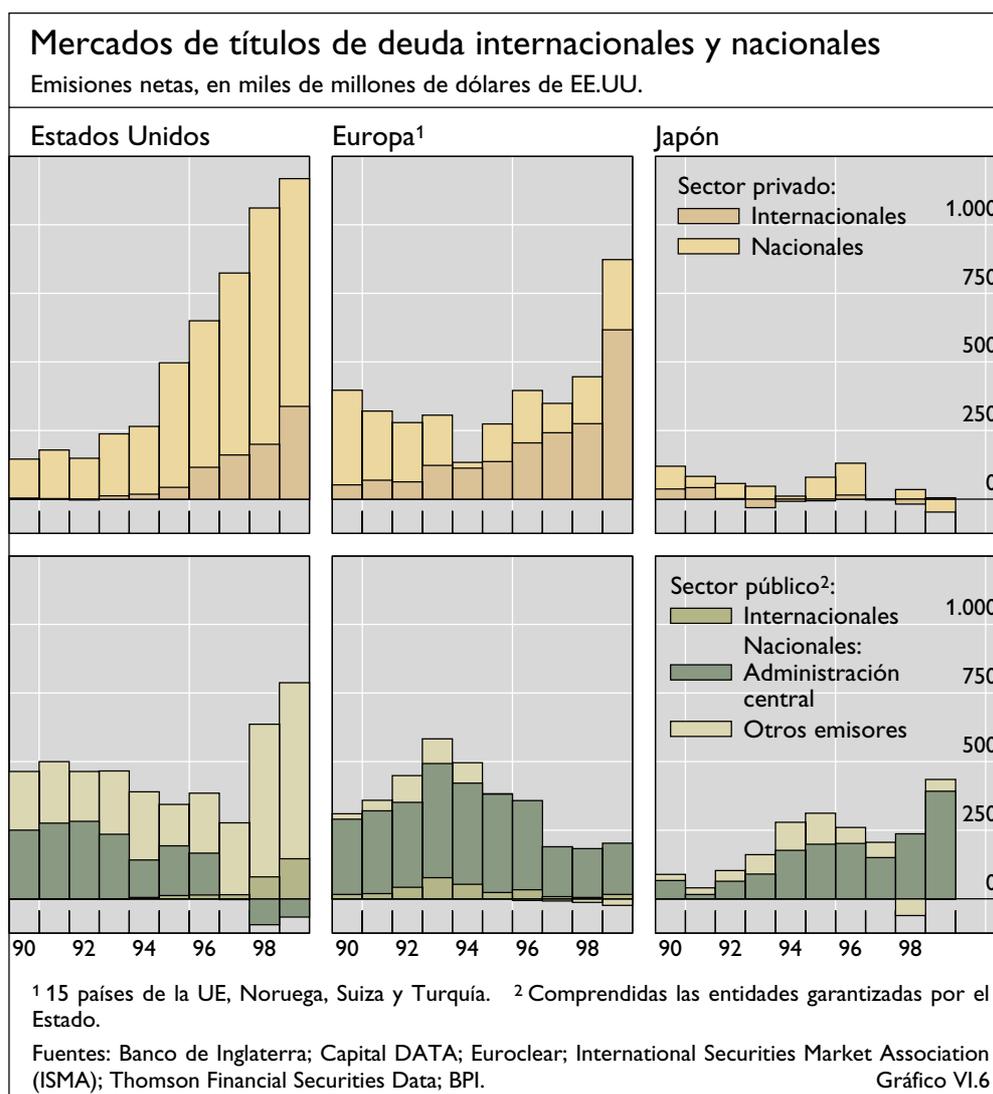
De la misma manera que los mercados de acciones facilitaron la redistribución de capital de los sectores de la “vieja” economía a los de la “nueva”, los mercados de bonos de todo el mundo adoptaron nuevas pautas de financiación

y de inversión. Cabe señalar una tendencia estructural especialmente importante, que se aceleró en el periodo examinado: los gobiernos cedieron terreno al sector privado en la emisión de bonos. Sin embargo, aunque los mercados absorbieron una cantidad sin precedentes de emisiones de deuda del sector privado, la creencia de que disminuirían las emisiones de deuda pública en Norteamérica y Europa llevó a los creadores de mercado a retirar capital y buscar otros puntos de referencia en los mercados financieros. Al mismo tiempo, las pérdidas registradas durante el otoño de 1998 pesaron mucho en los inversionistas dedicados al arbitraje. Estos factores contribuyeron a la aparición de brotes periódicos de convulsiones de varios diferenciales, haciendo borrosa la distinción entre las primas de riesgo crediticio y de liquidez.

Aumentan las emisiones de bonos del sector privado y disminuyen las del Estado

Emisiones del sector privado y diferenciales crediticios

El periodo examinado se caracterizó por una cierta reducción de los diferenciales crediticios según los indicadores tradicionales. Sin embargo, esta reducción se debió no sólo a la revisión de la solvencia, sino también a la evolución de la liquidez del mercado y a factores relacionados con la oferta,



Emisiones netas de títulos de deuda internacionales ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Volumen a finales de dic. 1999
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1.225,2	5.365,5
Instrumentos del mercado de dinero ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Bonos y títulos ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1.156,6	5.105,5
Países desarrollados	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1.149,4	4.503,0
Estados Unidos	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1.310,8
Zona del euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1.746,5
Japón	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Centros extraterritoriales	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Otros países	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Instituciones internacionales	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dólar de EE.UU.	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2.512,2
Monedas de la zona del euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1.561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Otras monedas	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Instituciones financieras ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2.581,4
Sector público ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1.436,3
Gobierno central	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Empresas	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1.347,8

¹ Las emisiones internacionales comprenden todas las emisiones, salvo las de residentes en moneda nacional no destinadas a inversionistas no residentes. Bonos internacionales: datos sobre los flujos; instrumentos del mercado de dinero y títulos: variaciones de las cantidades pendientes, ajustadas por los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.
² Excluidos los títulos emitidos por no residentes en el mercado interno. ³ Bancos comerciales y otras instituciones financieras.
⁴ Gobiernos, organismos públicos e instituciones internacionales.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BPI. Cuadro VI.2

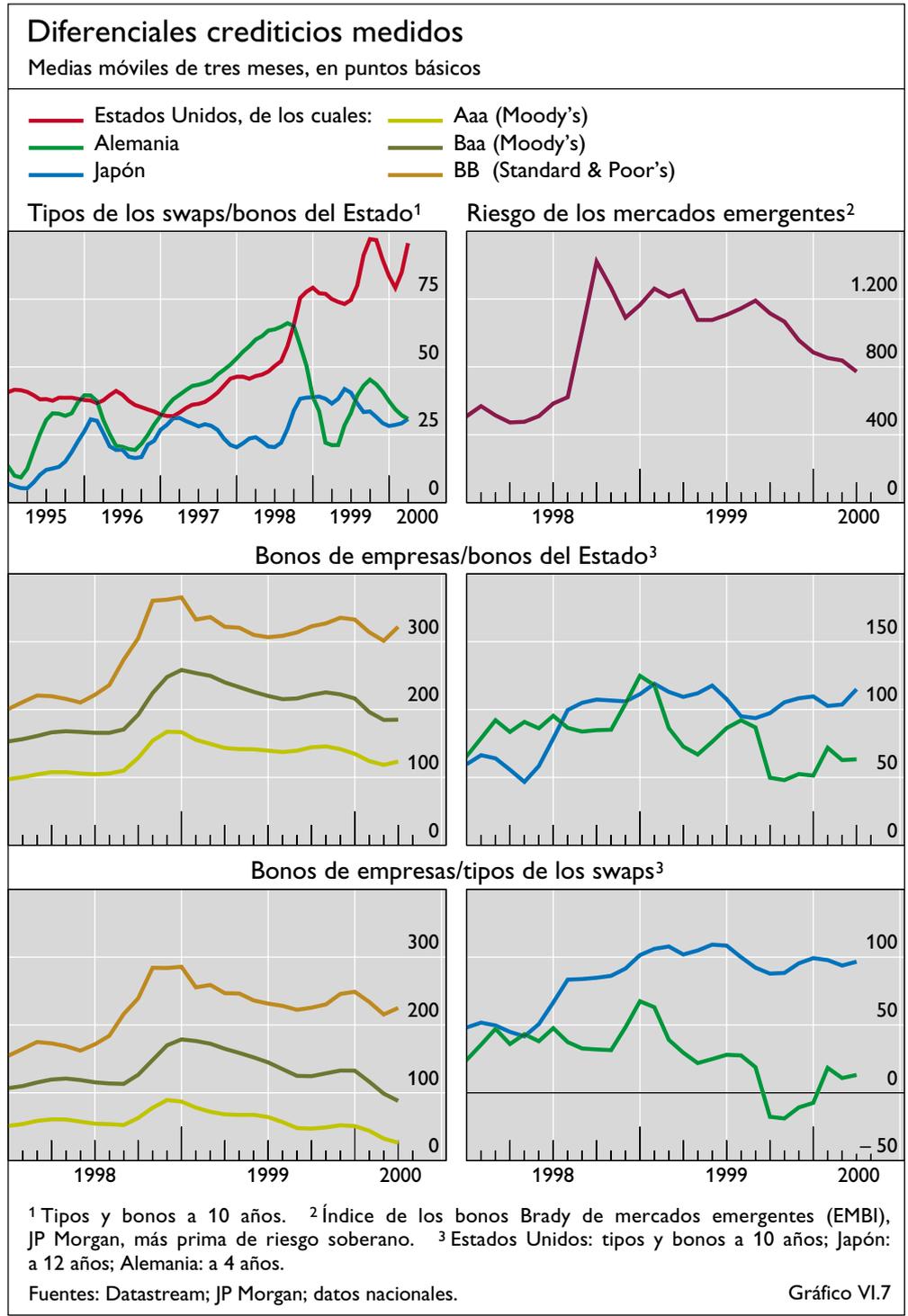
que afectaron tanto a los mercados de deuda pública como a los de swaps de tipos de interés.

El sector privado también emitió un volumen sin precedentes de deuda. Como consecuencia del ajuste fiscal, la emisión de títulos del Estado disminuyó o se mantuvo estable en la mayoría de los principales países industrializados, con la notable excepción de Japón (gráfico VI.6). Los raros casos en que aumentó, se debieron a organismos públicos independientes y a otras entidades “semipúblicas”, como las agencias de crédito inmobiliario en Estados Unidos. El sector privado respondió a la nueva disponibilidad de ahorro con un volumen de emisiones sin precedentes. Siguiendo una tendencia reciente, los mercados internacionales de deuda asumieron un papel cada vez mayor en relación con los mercados internos. Las emisiones internacionales netas del sector privado se duplicaron ampliamente (cuadro VI.2); en Europa, fueron superiores a las emisiones internas, ya que la introducción del euro animó a los prestatarios a traspasar sus fronteras nacionales para aprovechar la reserva de inversionistas potenciales en la zona del euro (véase el capítulo VII).

El auge de las emisiones del sector privado coincidió con un aumento ininterrumpido de los rendimientos nominales de los títulos del Estado. Los

El sector privado respondió con un volumen de emisiones sin precedentes

datos sobre el crecimiento, así como el alza de los precios de la energía, llevaron a las autoridades monetarias de Europa y Estados Unidos a subir los tipos oficiales para evitar las presiones inflacionarias. Durante una buena parte de 1999, la creencia del mercado de que se endurecería la política monetaria provocó un aumento de los rendimientos a largo plazo. Éstos se volvieron volátiles a principios del año 2000, al revisar los operadores el grado de endurecimiento que sería probablemente necesario para impedir la inflación y al reaccionar a diferentes perturbaciones que afectaron a la liquidez.



El efecto del aumento de los rendimientos de los títulos del Estado quedó contrarrestado, en parte, por la disminución gradual, aunque desigual, de los diferenciales de rendimiento entre los títulos privados y los públicos (gráfico VI.7). Estos diferenciales habían aumentado extraordinariamente durante la tormenta financiera del otoño de 1998, cuando los inversionistas huyeron hacia las emisiones más seguras y más líquidas, preocupados por la solvencia de los prestatarios de los mercados emergentes y de algunas instituciones financieras de los países industrializados. La contracción posterior de los diferenciales indicaba la vuelta de la confianza en la recuperación de las economías de mercado emergentes y en las perspectivas de las empresas emisoras a medida que se aceleraba el crecimiento en los países industrializados. Sin embargo, los diferenciales registrados en Estados Unidos y Alemania, incluso en los momentos en que alcanzaron los niveles más bajos, fueron superiores a los de mediados de 1998. De hecho, los diferenciales de los swaps, que reflejan la calidad generalmente alta de las contrapartes de estas operaciones, no disminuyeron en grado significativo durante 1999 y a principios del año 2000. ¿Por qué no se redujeron estos diferenciales si parecía que la situación mejoraba ininterrumpidamente y había una nueva sed de riesgo?

¿Por qué no disminuyeron aún más los diferenciales de tipos?

Influencia de los factores de liquidez en los diferenciales crediticios

Dos factores estructurales que influyen negativamente en la liquidez parecen haber contribuido a la magnitud y la inestabilidad esporádica de los diferenciales medidos. En primer lugar, la creencia de que se reduciría la emisión de deuda pública había llevado a los creadores de mercado a retirar parte del capital utilizado para asegurar la liquidez. Esta retirada parece que ya había comenzado en 1997. En segundo lugar, tras la experiencia del otoño de 1998 había aumentado la sensibilidad de los operadores al riesgo de liquidez, lo cual, a su vez, condujo a que los fondos apalancados y los departamentos de inversión se mostraran reacios a realizar operaciones de arbitraje que absorbieran las perturbaciones de la oferta o eliminaran las distorsiones de los precios relativos a lo largo de la curva de rendimientos. De hecho, es posible que algunas instituciones financieras comenzaran a tener en cuenta la liquidez en su gestión del riesgo. Como consecuencia de estos dos factores estructurales, las primas de liquidez altas y a veces volátiles han pasado a formar parte de los diferenciales de crédito medidos.

Los creadores de mercado retiran parte de su capital

La falta de operaciones de creación de mercado y de arbitraje es evidente en el aumento de la fragmentación de los mercados de bonos del Estado. El gráfico VI.8 ilustra esta fragmentación por medio de los diferenciales entre las emisiones del Tesoro antiguas (*off-the-run*) y las nuevas (*on-the-run*) y de la dispersión de los rendimientos. Estas dos variables muestran que la liquidez tendió a ser menor durante 1999 que a principios de 1998 y que, en el caso de tres de los cuatro indicadores examinados, esta tendencia se mantuvo en la primera parte del año 2000. Parece que la prima de las emisiones nuevas en Estados Unidos se ha reducido en el año 2000, lo que puede deberse a un aumento de la prima de riesgo de los bonos a 30 años, a causa de la incertidumbre sobre el papel de los bonos como punto de referencia tras la revisión de los programas de emisión del Tesoro de

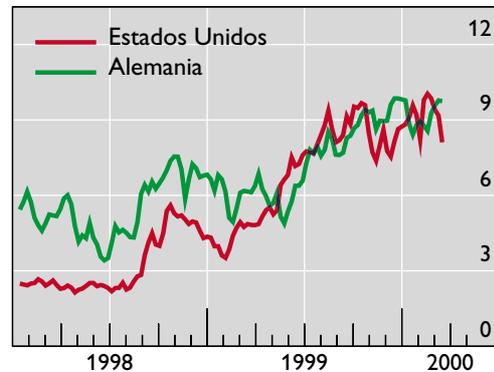
Liquidez en los mercados de bonos del Estado de Estados Unidos y Alemania

Medias semanales, en puntos básicos

Diferencial de liquidez¹



Indicador de arbitraje de la curva de rendimientos²



¹ Estados Unidos: entre los bonos del Tesoro a 30 años antiguos y los nuevos; Alemania: bono Kreditanstalt für Wiederaufbau/bono del Estado a 10 años. ² Desviación estándar de las diferencias de rendimiento entre los distintos bonos con respecto a una curva ajustada correspondiente a un bono con cupón cero.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico VI.8

Estados Unidos. La dispersión de los rendimientos representada en el gráfico VI.8 tendía antes a desaparecer rápidamente, pero ahora parece haber durado más. Como consecuencia de ello, es más difícil predecir la respuesta del precio de un bono específico a la modificación general de la estructura de rendimientos según vencimientos. Este aumento del riesgo idiosincrásico ha reducido el atractivo de los títulos del Estado para las operaciones de cobertura.

Dos episodios ocurridos durante el periodo examinado demuestran el nuevo papel de la liquidez en los diferenciales crediticios medidos. Durante el verano de 1999, aumentaron vertiginosamente los diferenciales de los swaps de tipos de interés. Este fenómeno desconcertó a los observadores en ese momento, dada la buena marcha, en general, de los indicadores macroeconómicos y de los precios de los activos financieros. En la retrospectiva, parece que el aumento de los diferenciales se debió a las presiones sobre la liquidez de los instrumentos crediticios existentes, provocadas por un desequilibrio entre el volumen sin precedentes de emisiones de bonos de empresas y la pérdida temporal de interés de los inversionistas. Los emisores se vieron obligados a adelantar sus programas de emisiones en previsión de las condiciones desfavorables de liquidez que se esperaba acompañarían el cambio de año. Los inversionistas eran reacios a absorber este volumen adicional, debido a una preocupación parecida por la liquidez y quizá también a la incertidumbre sobre los tipos de interés tras el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Este desequilibrio llevó a los operadores al mercado de swaps, en un intento de cubrir sus cantidades excepcionales de títulos y evitar así el riesgo idiosincrásico que creían ver en los títulos del Tesoro desde el otoño de 1998. El mercado de swaps, por su parte, nunca había experimentado tal cantidad de operaciones de cobertura

Parecía que la dispersión de los rendimientos duraba ahora más

Durante el verano de 1999, aumentaron vertiginosamente los diferenciales de los swaps

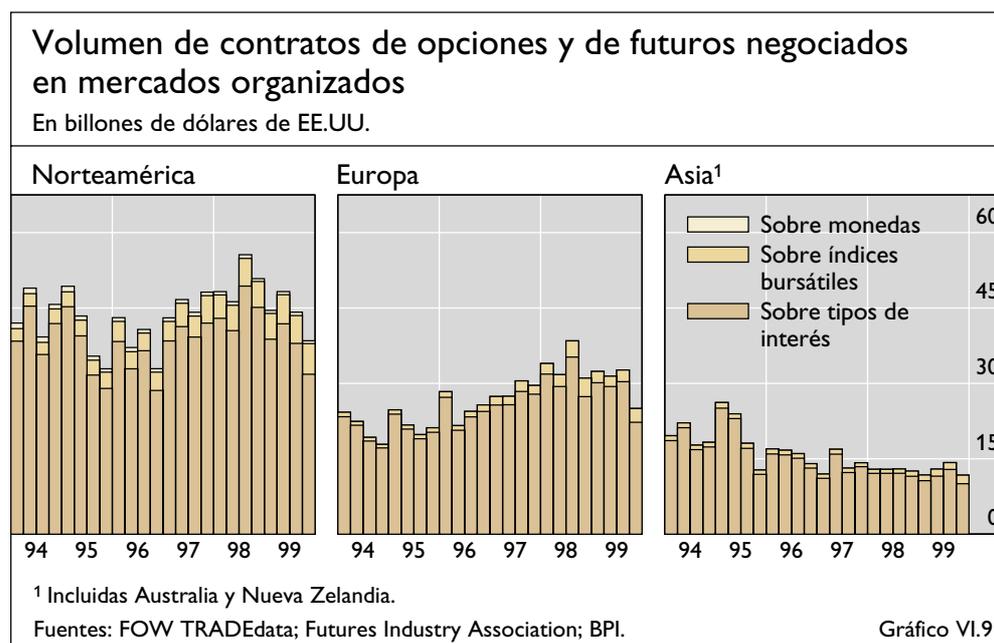
y no parecía tener la capacidad de creación de mercado necesaria para responder fácilmente a estas demandas.

El temor a que se produjeran perturbaciones en el mercado a finales de año pronto se desvaneció, sobre todo después de que los bancos centrales tomaran medidas para asegurar a los mercados de que, si fuera necesario, dispondrían de liquidez en caso de emergencia. Entre las medidas tomadas se encuentran el incremento de la variedad de títulos admitidos como garantía, el aumento de la gama de contrapartes y la provisión de nuevas líneas de crédito. Finalmente, el cambio de año se produjo sin que surgiera ningún incidente significativo en los mercados. No obstante, el grado de disminución que experimentó la actividad en los mercados financieros durante el cuarto trimestre de 1999 puede observarse en la brusca disminución del volumen de contratos de derivados negociados en los mercados organizados, especialmente de los relacionados con tipos de interés (gráfico VI.9).

Los mercados se vieron sacudidos por otro aumento de los diferenciales a partir de finales de enero de 2000. La incertidumbre sobre la estrategia de recompra de deuda del Tesoro de Estados Unidos y la creencia de que continuaría endureciéndose la política monetaria, provocaron una inversión de la curva de rendimientos en dólares estadounidenses y una nueva huida de las operaciones especulativas y de cobertura hacia el mercado de swaps. Este episodio llevó a los operadores a tratar de averiguar qué títulos podían servir de punto de referencia en sustitución de las emisiones del Tesoro de Estados Unidos (véase más adelante). La ambigüedad sobre la solvencia de una clase de candidatos posibles, a saber, las obligaciones de empresas garantizadas por el gobierno federal de Estados Unidos, como la Federal Home Loan Mortgage Corporation (“Freddie Mac”) y la Federal National Mortgage Association (“Fannie Mae”), provocó un nuevo aumento de los diferenciales en marzo de 2000. Aproximadamente en ese momento, se propuso un proyecto de ley destinado a aclarar las obligaciones del Estado en relación con la deuda de estas agencias para el próximo año.

El cambio de año se produjo sin incidentes

La ambigüedad sobre la solvencia de algunas agencias estadounidenses provocó un aumento de los diferenciales



La búsqueda de nuevos puntos de referencia

Las variaciones de la oferta relativa de deuda negociable emitida por el Estado y por el sector privado plantean algunos retos a los mercados, que se han acostumbrado a una oferta continua y muy líquida de títulos sin riesgo de incumplimiento como punto de referencia para determinar el futuro nivel de los tipos de interés y para gestionar los riesgos de mercado y crediticios. Entre estos retos se encuentran los siguientes: llegar a un consenso sobre los tipos de títulos que deben servir de referencia; fomentar la aparición de una oferta de títulos que sirvan de referencia y que abarquen suficientemente la curva de rendimientos; elaborar un mecanismo estable y transparente de fijación de los rendimientos; crear instrumentos afines como acuerdos de recompra y contratos de futuros, y formular técnicas de gestión del riesgo de mercado y crediticio adaptadas a los nuevos puntos de referencia elegidos. La búsqueda de un punto de referencia fiable para los mercados de títulos del Estado denominados en euros, analizada más detalladamente en el capítulo VII, constituye un ejemplo instructivo de las cuestiones que plantea.

La condición fundamental que debe cumplir un instrumento de referencia es, paradójicamente, que sea aceptado por el mercado como tal. El proceso mediante el cual consigue esta aceptación es muy difícil de predecir o influir desde fuera, por ejemplo mediante la reglamentación. Sin embargo, la competencia entre los prestatarios para establecer nuevos puntos de referencia de diversos grados de calidad del crédito ya ha comenzado, como lo demuestra el gran aumento experimentado el año pasado por el número de emisiones de deuda (gráfico VI.10). En Estados Unidos, las agencias de crédito inmobiliario lanzaron durante el periodo examinado varias emisiones por valor de miles de millones de dólares con vencimientos clave, en un intento de establecer puntos de referencia de la máxima calidad en dólares estadounidenses. Los candidatos a servir de punto de referencia en otros segmentos del espectro fueron las emisiones en dólares de AT&T Corp (8.000 millones) y Ford Motor Credit Co (5.000 millones) y las emisiones en euros relacionadas con adquisiciones de la alemana Mannesmann (3.000 millones), la española Repsol (3.300 millones) y la italiana Tecnost (9.400 millones).

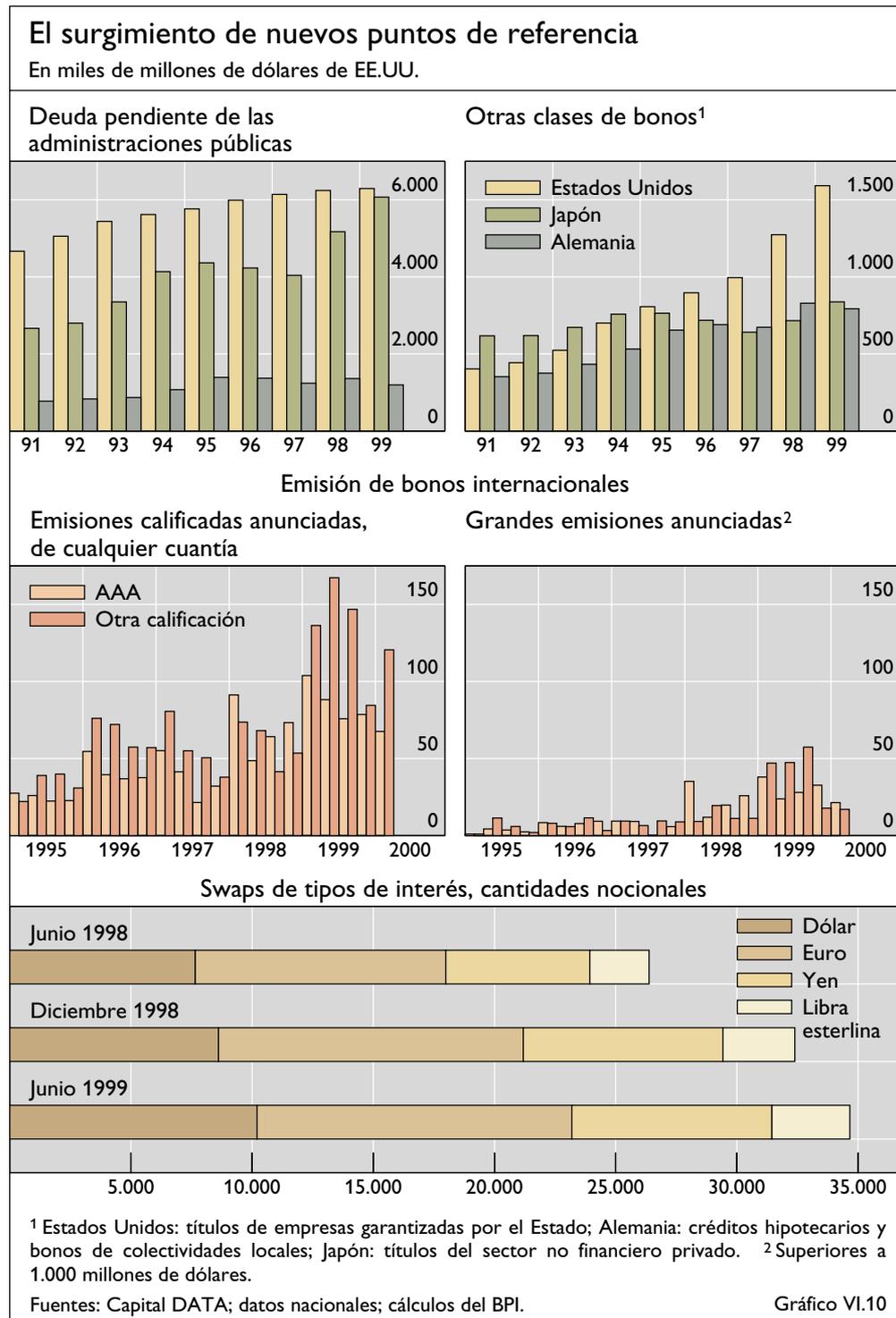
Por lo que se refiere a la oferta global, ya se ha señalado la disminución de las emisiones de títulos del Estado y la aceleración de las emisiones del sector privado. El panel central del gráfico VI.10 muestra que, coincidiendo con el aumento general de las emisiones de bonos de empresas en el mercado internacional, el número de grandes emisiones (superiores a 1.000 millones de dólares) ha aumentado vertiginosamente, sobre todo de los emisores cuya calificación es inferior a AAA. Sin embargo, aún está por ver si los distintos emisores del sector privado pueden conseguir la masa crítica necesaria de volumen de transacciones para que sus candidatos sirvan de punto de referencia. Entre los elementos que contribuyen a lograr esa masa crítica se encuentran la fungibilidad de las emisiones de vencimientos similares y la existencia de mercados de contratos de futuros, de recompra y afines. En este sentido, debe señalarse que en marzo de 2000 comenzaron a negociarse en el Chicago Board of Trade contratos de futuros y de opciones sobre títulos a 5 y

La condición clave para servir de punto de referencia es la aceptación por el mercado

Vertiginoso aumento de las grandes emisiones, especialmente de emisores cuya calificación es inferior a AAA

10 años de agencias estadounidenses. Sin embargo, en los últimos años las transacciones de derivados en los mercados organizados se han mantenido casi estancadas (gráfico VI.9), mientras que los mercados extrabursátiles (OTC) han continuado creciendo (gráfico VI.10, panel inferior), lo cual induce a pensar que la existencia de derivados OTC será otro elemento necesario de cualquier instrumento que quiera servir de referencia en el futuro.

Por lo que se refiere a la estabilidad de los rendimientos, debe señalarse que la disminución que sufrieron los de los títulos del Tesoro de Estados Unidos



a 10 años durante el primer trimestre de 2000 fue casi igual que el aumento experimentado por los diferenciales. Como consecuencia de ello, el nivel global de rendimientos de los swaps y de los títulos de las empresas mejor calificadas de ese vencimiento apenas varió, lo cual induce a pensar que los inversionistas y los prestatarios quizá ya habían comenzado a pensar hasta cierto punto en el precio total del crédito arriesgado más que en su precio en relación con un punto de referencia. Sin embargo, los rendimientos adolecerán de falta de transparencia mientras los operadores no lleguen a un sólido consenso sobre los índices adecuados para las diferentes clases de deuda del sector privado. Los episodios antes descritos muestran que incluso los rendimientos de algunas categorías de activos grandes y en expansión, como los swaps, pueden experimentar cambios de comportamiento repentinos e imprevistos.

Interés por el precio total del crédito arriesgado más que por su precio en relación con un punto de referencia

El cambio a nuevos puntos de referencia probablemente afectará no sólo a las prácticas de fijación de los rendimientos de los mercados de renta fija, sino también a muchos otros aspectos del sistema financiero. En particular, si las obligaciones del sector privado acaban desempeñando el papel que actualmente desempeñan aún los bonos del Estado, será más compleja la gestión de la exposición al riesgo de mercado y crediticio. Los operadores necesitarán desarrollar mejores técnicas para tener en cuenta el riesgo crediticio en la gestión de las operaciones de cobertura y de garantía. El rápido crecimiento del mercado de derivados crediticios ha facilitado la tarea de la cobertura y la fijación del precio del riesgo crediticio. Aunque los operadores continuarán, sin duda, desarrollando técnicas para hacer frente a estos retos, es posible que el proceso vaya acompañado de nuevos episodios de convulsión, mientras se verifican las condiciones de liquidez de los diferentes títulos que pueden servir de punto de referencia, se comprenden mejor los riesgos que entrañan y se aceptan las nuevas normas.

Esa transición a instrumentos de referencia privados plantea algunos retos a las autoridades económicas. Ante los superávits o menguantes déficit presupuestarios, los gobiernos están adoptando medidas defensivas para preservar la liquidez, sobre todo manteniendo el volumen bruto de emisiones de determinados vencimientos aun cuando esté disminuyendo el volumen neto. La cuestión de la gestión de la deuda consiste, pues, en seleccionar títulos que no sólo sean importantes como punto de referencia, sino que también tengan usos difíciles de imitar por los mercados privados. Al mismo tiempo, los bancos centrales se enfrentan a un creciente ruido en las curvas de rendimientos y los diferenciales medidos. Este ruido ensombrece la información sobre las perspectivas macroeconómicas y crediticias, y altera el mecanismo de transmisión monetaria de una manera impredecible. Por último, las autoridades necesitan prepararse para la aparición de repentinos brotes de falta de liquidez que pueden perturbar el sistema financiero.

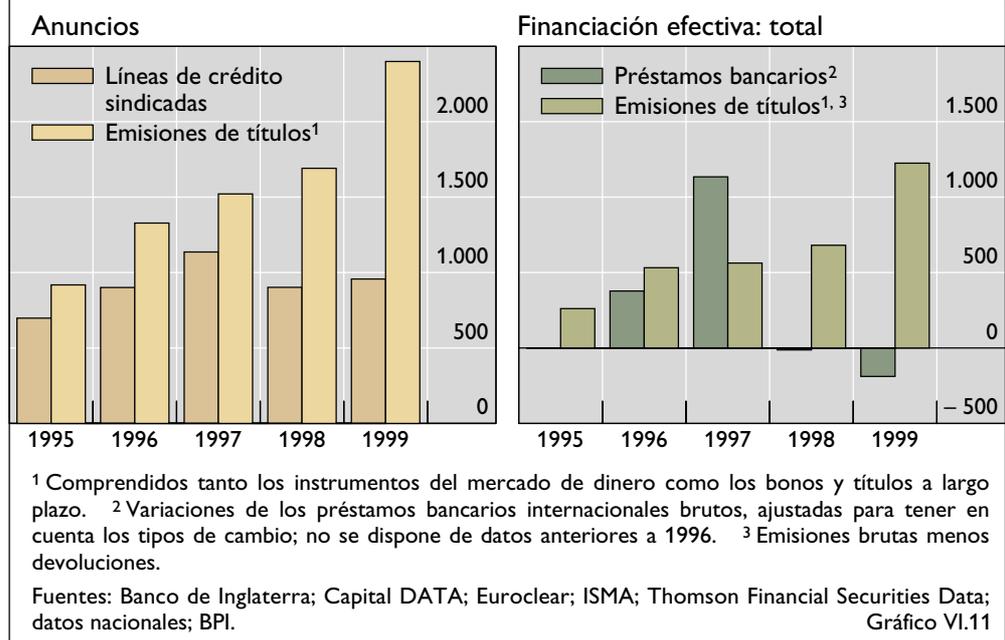
El ruido existente en las curvas de rendimientos y en los diferenciales altera el mecanismo de transmisión

El mercado bancario internacional

Mientras que la financiación por medio de títulos internacionales aumentó vertiginosamente en 1999, la financiación mediante préstamos bancarios continuó rezagada (gráfico VI.11). Parecía que a los principales bancos del

Actividad en los mercados internacionales de crédito bancario y de títulos

En miles de millones de dólares de EE.UU.



Los principales bancos vieron relegada su actividad tradicional de conceder préstamos

mundo no les quedaba más remedio que contribuir a esta evolución con grandes inversiones en títulos de deuda y dejando de lado su actividad tradicional de conceder préstamos. No obstante, la concesión de préstamos a prestatarios no bancarios de los países desarrollados comenzó a recuperarse de los bajos niveles registrados en 1998, debido sobre todo a unas cuantas grandes operaciones relacionadas con fusiones y adquisiciones. Sin embargo, los prestatarios de los mercados emergentes latinoamericanos mostraron una clara preferencia por la financiación mediante títulos frente al crédito bancario, mientras que los de Asia aceleraron su devolución de préstamos durante el segundo semestre del año. Tras un periodo de contracción en el primer semestre de 1999, el mercado interbancario entre los países desarrollados se vio inundado repentinamente de fondos y los bancos experimentaron claras dificultades para encontrar nuevos prestatarios.

Préstamos bancarios a los países industrializados

A los principales bancos del mundo les resultó más fácil participar en el auge de los mercados de títulos de deuda que buscar oportunidades en sus mercados tradicionales de préstamos internacionales. Durante 1999, sus compras netas de títulos de deuda superaron los 300.000 millones de dólares, cifra tres veces superior a la de sus préstamos netos a prestatarios no bancarios de los países desarrollados (cuadro VI.3). Los bancos impulsaron los mercados de títulos sobre todo en el primer trimestre, durante el cual realizaron alrededor de un tercio de sus compras anuales de títulos. En Japón, a lo largo del año destinaron a la compra de títulos de deuda casi 130.000 millones de dólares de las grandes devoluciones de préstamos concedidos al extranjero. En Alemania y Francia, los bancos también

Los bancos de Japón, Alemania y Francia fueron los principales inversionistas en títulos

Principales características de los derechos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI ¹								
	1998	1999	1998	1999				Volumen a finales de dic. 1999
	Año	Año	4T	1T	2T	3T	4T	
En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Derechos sobre países desarrollados	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7.562,9
Préstamos interbancarios	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4.416,7
Préstamos a prestatarios no bancarios	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1.319,0
Títulos de deuda ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1.827,3
Derechos sobre centros extraterritoriales	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1.207,9
Préstamos interbancarios	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Títulos de deuda ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Derechos sobre países en vías de desarrollo ³	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Préstamos interbancarios	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Títulos de deuda ²	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Sin asignar	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Total	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9.823,5
Préstamos interbancarios	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5.684,0
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1.966,8
Títulos de deuda ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2.172,7
<i>Pro memoria:</i>								
Créditos sindicados ⁴	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Variaciones de las cantidades pendientes, ajustadas para tener en cuenta las variaciones de los tipos de cambio. ² Cifras parcialmente estimadas. Los datos también comprenden otros activos, que representan menos del 5% del total de derechos. ³ Comprendidos los países de Europa oriental. ⁴ Nuevas líneas de crédito anunciadas. Cuadro VI.3

realizaron grandes inversiones en títulos, principalmente en bonos estadounidenses, alemanes e italianos.

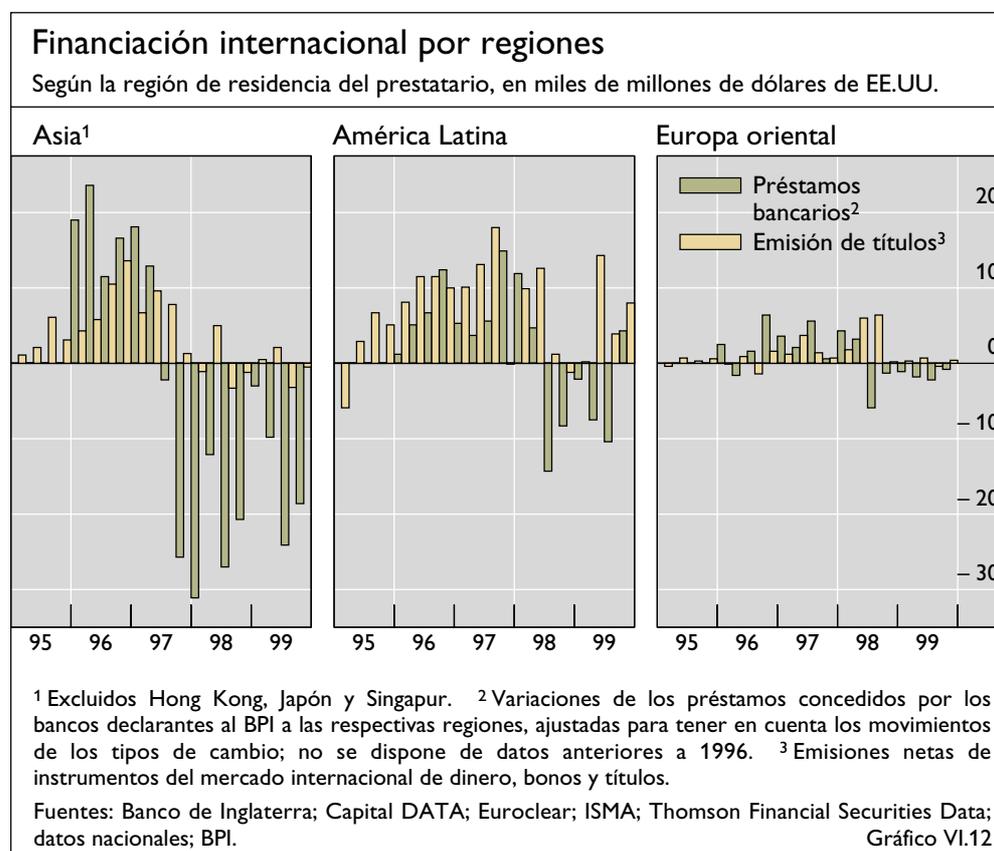
El aumento que experimentaron en 1999 los préstamos netos bancarios a prestatarios no bancarios de los países desarrollados no supuso más que la recuperación de una actividad casi desaparecida en 1998. Durante el segundo trimestre de 1999, se realizó la mayor parte de estas nuevas operaciones, en las que los bancos concedieron unos préstamos netos de 67.000 millones de dólares, cantidad equivalente a más de un 90% de las compras de títulos realizadas durante dicho trimestre. Los principales prestamistas fueron bancos de Japón y del Reino Unido, y los mayores préstamos se concedieron para ayudar a financiar fusiones y adquisiciones. La concesión de préstamos disminuyó durante el tercer trimestre, en el que los prestatarios no bancarios de Estados Unidos devolvieron 25.000 millones de dólares de sus préstamos, pero se recuperó algo en el cuarto.

Préstamos bancarios a mercados emergentes

Los prestatarios de los mercados emergentes, tras ser evitados por los bancos internacionales durante la crisis asiática de 1997 y después de la moratoria de la deuda rusa de 1998, evitaron el crédito bancario en 1999. Durante el segundo trimestre del año, a pesar de la crisis monetaria brasileña de enero, los bancos parecían estar dispuestos a conceder de nuevo préstamos importantes a los mercados emergentes. De hecho, dos compañías eléctricas brasileñas obtuvieron préstamos sindicados, a pesar de que los diferenciales de tipos eran superiores a 800 puntos básicos. Sin embargo, sólo hubo otros pocos prestatarios procedentes de los mercados emergentes. Durante el segundo trimestre, estos prestatarios, después de años pagando simplemente los intereses de sus préstamos bancarios, aceleraron de repente su devolución. En el tercer trimestre, se registró la mayor disminución de los derechos de los bancos sobre los países en vías de desarrollo desde la acusada reducción registrada en el tercer trimestre de 1998: experimentaron una disminución de 35.000 millones de dólares, es decir, casi el cuádruple de la disminución registrada en el primer trimestre. Esta aceleración en la devolución de los préstamos a los bancos, muy posterior a la contracción del crédito de 1998, parece indicar un desinterés de los prestatarios por los préstamos bancarios.

La mayor parte de las devoluciones de préstamos procedió de las economías asiáticas emergentes

Mientras que los préstamos devueltos procedieron en su mayor parte de las economías asiáticas emergentes, la tendencia a recurrir a la financiación mediante títulos en lugar de préstamos bancarios fue más evidente en América Latina (gráfico VI.12). En Asia, los superávits por cuenta corriente y las entradas



de fondos destinados a la adquisición de acciones evitaron la necesidad de recurrir a la financiación mediante el endeudamiento externo. La región devolvió 56.000 millones de dólares durante 1999 en su conjunto, de los cuales 24.000 millones correspondieron al tercer trimestre y 19.000 millones al cuarto. La mayor parte de las devoluciones procedió de China, Tailandia e Indonesia. En América Latina, los déficit por cuenta corriente exigieron alguna financiación mediante deuda externa, pero la región recurrió más a los títulos que a los préstamos bancarios. Los prestatarios latinoamericanos devolvieron una cantidad neta de 16.000 millones de dólares durante el año, de los cuales 10.000 millones correspondieron al tercer trimestre, y compensaron ampliamente los préstamos netos obtenidos durante el cuarto. Las mayores devoluciones se debieron a Brasil y México.

El mercado interbancario y los centros extraterritoriales

La retirada de grandes bancos de los centros extraterritoriales coincidió con el gran volumen de compras de títulos. En 1999, los derechos de los bancos sobre estos centros disminuyeron en 106.000 millones de dólares. La mayor parte de la disminución correspondió a Hong Kong y a Singapur y se registró durante el primer semestre. Esta retirada se debió en buena medida a una disminución de las operaciones de ida y vuelta, consistentes en salidas de fondos de bancos japoneses a bancos de Hong Kong y, en menor medida, de Singapur que volvían a prestatarios no bancarios de Japón. Estos flujos comenzaron a mediados de 1997 y continuaron hasta el tercer trimestre de 1999. Durante los tres primeros trimestres de 1999, los prestatarios no bancarios de Japón devolvieron 40.000 millones de dólares a los bancos de Hong Kong y Singapur. Éstos, a su vez, utilizaron el dinero para ayudar a cubrir retiradas de depósitos de bancos en Japón, completando así el círculo. En Japón, parece que una parte de este dinero se ha destinado a la compra de títulos.

Retirada de Hong Kong y de Singapur debida a la disminución de las operaciones de ida y vuelta con Japón

En los países desarrollados, el mercado interbancario se recuperó notablemente durante el segundo semestre. Los bancos no necesitaron prestarse mucho unos a otros mientras pudieron encontrar fácilmente nuevos prestatarios u otras oportunidades de inversión para colocar los fondos recibidos de clientes no bancarios. Esto parece que fue lo ocurrido en el primer semestre de 1999, durante el cual los préstamos bancarios disminuyeron en 98.000 millones de dólares. Sin embargo, durante el tercer trimestre los bancos recibieron una cantidad excepcional de devoluciones: 35.000 millones de dólares de los mercados emergentes y 25.000 millones de prestatarios no bancarios de Estados Unidos. Para absorber los fondos, el mercado interbancario los llevó de un banco a otro en un proceso de ajuste de cartera que provocó una expansión temporal de los balances interbancarios. Como consecuencia de ello, los préstamos interbancarios se elevaron en los países desarrollados a 124.000 millones de dólares durante el tercer trimestre, tras varios trimestres de disminución.

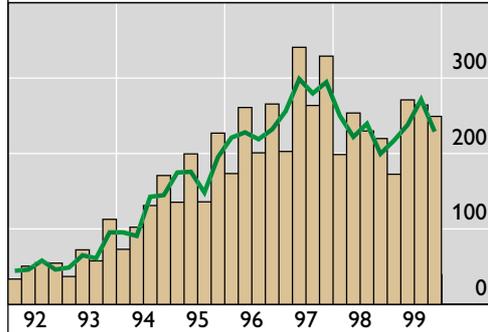
Préstamos sindicados internacionales

El mercado de préstamos sindicados aportó la mayor parte de los nuevos préstamos concedidos a prestatarios no bancarios en 1999. Durante el año,

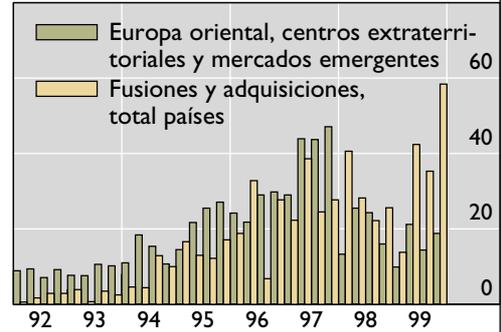
Préstamos sindicados: líneas anunciadas y beneficiarios

En miles de millones de dólares de EE.UU.

Líneas de crédito anunciadas¹



Beneficiarios



¹ La línea representa datos desestacionalizados.

Fuentes: Capital DATA; BPI.

Gráfico VI.13

Las adquisiciones explican el aumento de los préstamos sindicados

las líneas de crédito anunciadas representaron en el conjunto del mercado 957.000 millones de dólares, aumento modesto con respecto a 1998, pero aún inferior al máximo registrado en 1997 (gráfico VI.13). Se trató en gran parte de fusiones y adquisiciones, especialmente de unas cuantas grandes operaciones, entre las que se hallan una línea de crédito de 12.000 millones de dólares en tres tramos, para financiar la adquisición de la compañía estadounidense Airtouch Communications por parte de la británica Vodafone Plc durante el tercer trimestre, y otra de 8.000 millones de libras en dos tramos, para financiar la compra de la británica Orange Plc por la alemana Mannesmann AG durante el cuarto trimestre. Estas operaciones contribuyeron a que en 1999 las transacciones relacionadas con fusiones registraran un máximo histórico, llegándose a unas líneas de crédito anunciadas de 150.000 millones de dólares. En contraste con el dinamismo de la financiación de adquisiciones, los préstamos sindicados a prestatarios de mercados emergentes disminuyeron, situándose en 64.000 millones de dólares en 1999, un 23% menos que en 1998.

VII. El euro y la arquitectura financiera europea

Aspectos más destacados

La introducción de la moneda única constituye un gran acontecimiento en la evolución de la estructura financiera europea. La UEM no sólo ha modificado para siempre el marco de la política monetaria en la zona monetaria común, sino que también ha dado una representación monetaria única a un gran bloque económico, cuyas dimensiones rivalizan con las de las otras dos principales economías del mundo. Al mismo tiempo, ha impulsado notablemente los mercados financieros del continente, contribuyendo a su crecimiento y fomentando su desarrollo. La moneda única también ha influido positivamente en la unificación en curso del mercado de servicios financieros en Europa y ha profundizado la tendencia del sector financiero a la concentración. En este capítulo se analiza la influencia del euro en el panorama financiero europeo durante su primer año de existencia y se examinan los retos que plantea esta nueva realidad para el futuro.

Su evolución y sus progresos no han sido uniformes en todos los mercados y servicios financieros. En cierto sentido, donde más ha influido la llegada del euro ha sido allí donde las condiciones previas eran más favorables. Los más beneficiados han sido los segmentos del mercado en los que las transacciones transfronterizas ya habían alcanzado un nivel crítico y en los que las estructuras institucionales habían logrado un grado mayor de armonización. A pesar del impulso que ha significado la eliminación del riesgo cambiario, las fuerzas del mercado no siempre han sido capaces de superar por sí solas los obstáculos que suponían para una integración más plena las diferencias entre los países en cuanto a infraestructura técnica y jurídica y prácticas de mercado, que han sido la causa de la segmentación de ciertos sectores.

La llegada del euro, al poner de relieve las ventajas que podía tener un mercado financiero europeo verdaderamente unificado, ha contribuido a que se prestara atención a los costos económicos implícitos de una insuficiente armonización de la infraestructura financiera de la zona de la UEM. Ha puesto de manifiesto que, para recoger todos los frutos de la eliminación de las barreras económicas que obstaculizan el comercio, será necesario que los Estados miembros se comprometan firmemente a homogeneizar las estructuras institucionales y jurídicas que tienen relación con el proceso económico.

Los mercados financieros

En ningún aspecto ha sido más inmediata y clara la influencia positiva del euro que en los mercados financieros europeos, sobre todo en el de depósitos

interbancarios y en el mercado internacional de bonos de empresas. Ambos mercados han crecido rápidamente y se han convertido en cauces más eficientes para la asignación de la liquidez y del ahorro. En cambio, otros segmentos del mercado, como los mercados de dinero con garantías y los mercados de acciones, han conservado en gran medida su carácter nacional, y hasta ahora no han sido capaces de sacar partido al mayor potencial de eficiencia y liquidez que ofrece el aumento de las actividades transfronterizas.

Los mercados de dinero

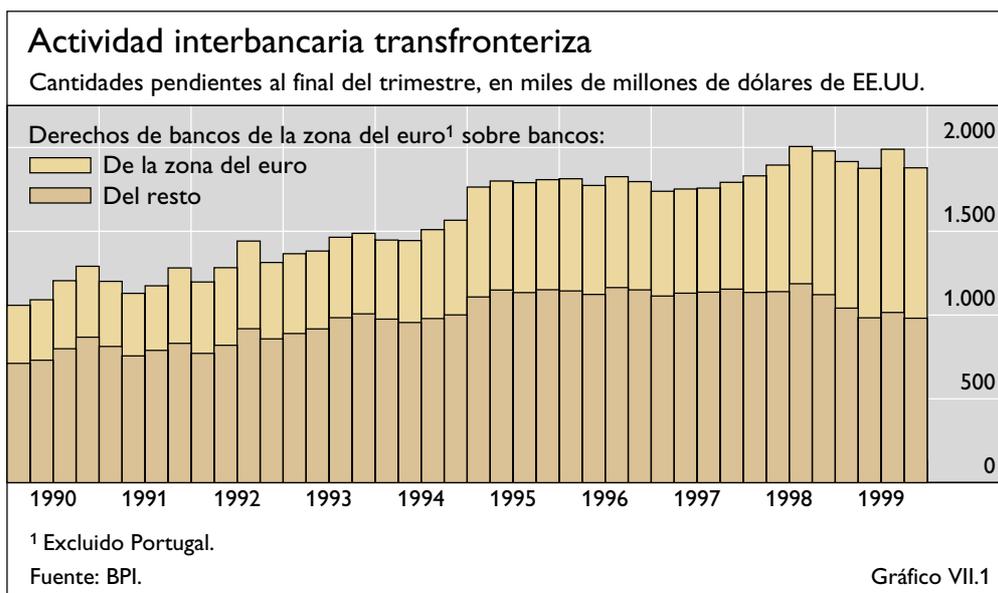
La gestión de la política monetaria en el marco de la UEM exige un mecanismo eficiente para la asignación de la liquidez de los bancos centrales en toda la zona monetaria común. El mercado interbancario de depósitos sin garantía ha proporcionado este mecanismo, al adaptarse rápidamente a este nuevo marco. A ello ha contribuido TARGET, sistema de transferencia de grandes fondos para la zona del euro, que superó rápidamente algunos pequeños problemas iniciales de funcionamiento y se convirtió en la espina dorsal del sistema de pagos de la zona del euro. La pronta desaparición de toda la incertidumbre relacionada con la curva de rendimientos de referencia del mercado de dinero también contribuyó al éxito de esta transición. Durante las primeras semanas de 1999, los operadores optaron claramente por el tipo EONIA (*euro overnight index average*), ampliado por la curva de rendimientos del Euribor y apoyado por un activo mercado de derivados. La creación de un mercado monetario único en euros es claramente perceptible en la convergencia de los rendimientos en toda la zona del euro, y su eficiencia queda demostrada por la continua reducción de los diferenciales entre el precio de compra y el de puja, que actualmente son alrededor de un 40% menores que hace cinco años (cuadro VII.1).

Ha surgido un mercado paneuropeo de depósitos interbancarios ...

Tipo del mercado de dinero a tres meses: diferencial entre el precio de compra y el de oferta ¹						
		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Zona del euro ³	media	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	desviación estándar	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Alemania	media	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	desviación estándar	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Francia	media	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	desviación estándar	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italia	media	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	desviación estándar	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
Estados Unidos	media	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	desviación estándar	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japón	media	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	desviación estándar	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ Diferenciales en puntos básicos de los tipos de los depósitos en euromonedas, al cierre de la sesión en Londres. ² Hasta mediados de abril. ³ Antes de 1999, media ponderada de los tipos de Alemania, Francia e Italia; ponderaciones según la clave de reparto del capital del BCE.

Fuente: Standard & Poor's DRI. Cuadro VII.1



La aparición de un mercado de dinero eficiente en la zona del euro ha permitido a muchas grandes empresas reducir sus costos centralizando sus operaciones de gestión de tesorería. Los bancos han creado una estructura de dos niveles, en la que las mayores instituciones que tienen presencia en toda Europa gestionan el flujo transfronterizo de liquidez y las instituciones más pequeñas desempeñan un papel regional más limitado. Una consecuencia directa es el significativo aumento que experimentó la actividad interbancaria transfronteriza entre instituciones en la zona del euro después del cuarto trimestre de 1998 (gráfico VII.1).

El mercado de operaciones con pacto de recompra (*repos*), a diferencia del mercado de depósitos sin garantía, no ha sido capaz de romper con la segmentación que lo caracterizaba antes de la introducción del euro. Las reglas y la arquitectura existentes, que posiblemente satisfacían de manera adecuada las necesidades de los operadores en el ámbito nacional, no son necesariamente idóneas para el desarrollo de un verdadero mercado general paneuropeo de *repos*. La actividad transfronteriza sigue siendo reducida, de modo que impide que el mercado aproveche todo su potencial de liquidez y provoca persistentes diferenciales de tipos y un distinto grado de desarrollo de los diferentes segmentos. El lento ritmo de armonización de las prácticas y las convenciones de los mercados nacionales, así como la falta de una infraestructura unificada, continúan siendo un impedimento para seguir avanzando. Algunos de estos obstáculos, como la compleja interrelación de los sistemas de entrega, los procedimientos de liquidación y las prácticas de mercado, son técnicos y, por lo tanto, más fáciles de superar. Otros, sin embargo, como las diferencias existentes en el tratamiento de la documentación y en el tratamiento fiscal, así como la incertidumbre sobre la propiedad de los títulos subyacentes, están relacionados directamente con diferencias estructurales profundamente arraigadas entre los sistemas fiscales y jurídicos nacionales. Para conseguir una armonización mayor en este frente en toda la zona del euro es necesaria una intervención más trascendental y, por lo tanto, un compromiso significativo de las autoridades nacionales.

... pero los mercados de operaciones con pacto de recompra han continuado segmentados

Los mercados de bonos

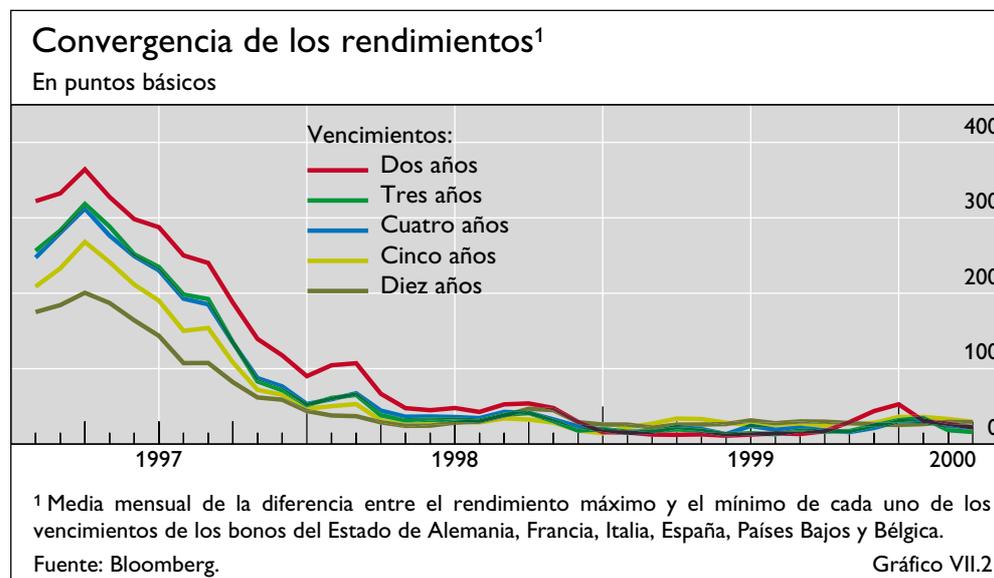
Posiblemente, la consecuencia más impresionante de la UEM para la estructura financiera del continente ha sido el tremendo impulso que ha dado la moneda única a los mercados europeos de renta fija. La emisión de bonos denominados en euros aumentó vertiginosamente en 1999, multiplicándose los fondos totales generados con respecto a la media anterior a la UEM. Tanto los prestatarios públicos como los privados se han sentido atraídos por la nueva moneda. Sin embargo, lo más significativo ha sido el aumento de la actividad de los segundos, especialmente de las empresas europeas.

El segundo mayor mercado de bonos del Estado ...

La conversión en euros de la deuda pública denominada en las monedas predecesoras creó de golpe un mercado, cuyas dimensiones son actualmente superiores a las del japonés y ocupan el segundo lugar tras las del mercado del Tesoro de Estados Unidos. A finales de diciembre de 1999, el volumen de deuda a largo plazo denominada en euros emitida por los Estados de la zona del euro ascendía a unos 2,2 billones de euros, lo que representa dos tercios del volumen de bonos del Tesoro de Estados Unidos. A medio plazo, es probable que el mercado conserve su tamaño actual, debido a los déficit presupuestarios de la mayoría de los países de la zona del euro y a los topes impuestos al endeudamiento por el Tratado de Maastricht. En cambio, las tendencias presupuestarias actuales y previstas están llevando a los mercados de Estados Unidos y Japón en direcciones opuestas, ya que se espera que el primero se reduzca y que el segundo se expanda significativamente.

... no está totalmente armonizado

El proceso de convergencia económica en el periodo previo a la UEM se acompañó de una impresionante reducción de las diferencias entre los tipos de interés de las 11 economías participantes. Los diferenciales actuales de tipos normalmente no llegan a los 40 puntos básicos en ningún punto de la curva de rendimientos (gráfico VII.2). Un examen más detenido induce a pensar que una proporción significativa de estas diferencias de rendimientos se debe a consideraciones técnicas y de liquidez más que al riesgo económico. Las diferencias de rendimiento cercanas a 20 puntos básicos en el caso de

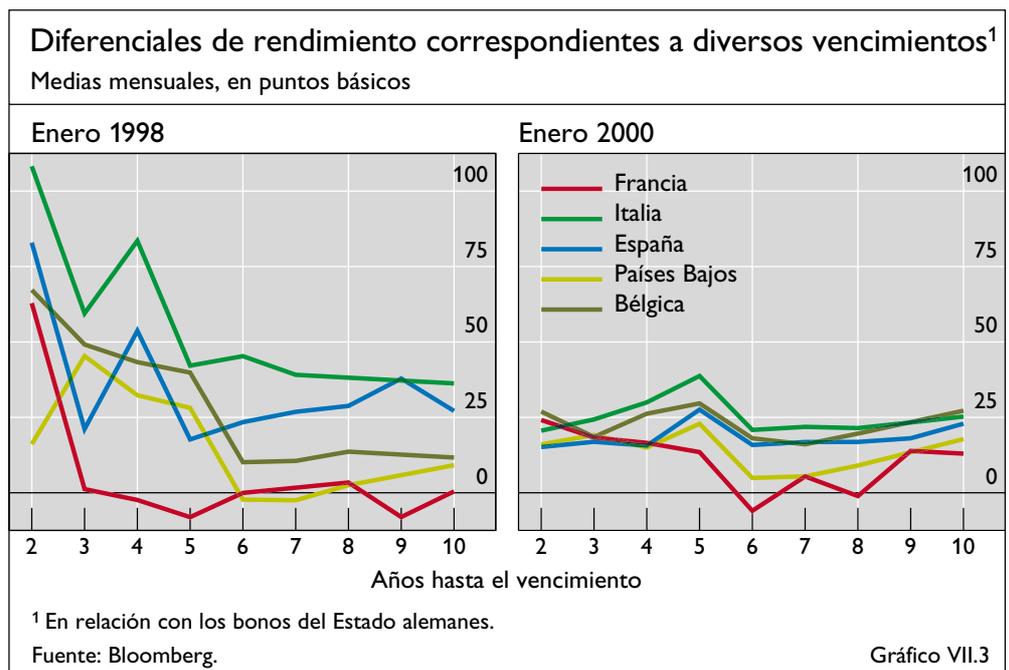


prestatarios de parecida calificación, como los Estados de Alemania, Francia y los Países Bajos, son demasiado grandes como para que se deban a percepciones diferentes del riesgo crediticio por los mercados, sobre todo dado que la diferencia entre los bonos franceses y holandeses, por una parte, y los bonos italianos y belgas, peor calificados, por otra, es más pequeña. Es improbable, además, que las diferencias de solvencia de los emisores muestren la estructura de vencimientos necesaria para explicar el hecho de que las curvas nacionales de rendimientos suelen cortarse en diferentes puntos del espectro de vencimientos (gráfico VII.3).

La liquidez, el diseño de los títulos y la política de emisión son clave para explicar el intercambio de posición de los bonos alemanes y franceses en diferentes puntos del espectro de vencimientos. Los bonos alemanes constituyen un instrumento de referencia en el extremo corto de la curva de rendimientos y, de nuevo, en el tramo de vencimientos de 10 años, donde son complementados por los contratos de futuros más negociados en todo el mundo. En el tramo intermedio de vencimientos, el Tesoro francés ha conseguido hacer un hueco a sus títulos mediante una política de emisión innovadora, transparente y bien adaptada a las necesidades del inversionista.

La idiosincrasia de las políticas nacionales de gestión de la deuda y las diferencias entre las convenciones de los mercados no están exentas de costos. Ningún mercado de bonos del Estado es suficientemente grande y desarrollado como para convertirse en el punto de referencia de toda la zona del euro, y no digamos para disputar al mercado de Estados Unidos su papel de líder. Por otra parte, las diferencias de estructuras y convenciones a la hora de emitir bonos nacionales se traducen en ineficiencias en otros segmentos del mercado. Un ejemplo es el mercado de *repos*, cuyo desarrollo, como se ha señalado, se ve dificultado por la imperfecta armonización de las convenciones. Para el mercado de bonos de empresas también sería bueno que existiera una curva de rendimientos de los bonos del Estado perfectamente

El aumento de la coordinación entre los emisores tiene ventajas económicas ...



definida, que le sirviera de referencia para fijar de una manera coherente los precios. Un aumento de la coordinación entre los tesoros de la zona del euro en relación con el calendario de emisiones, los cupones, los vencimientos y otras características más técnicas de los bonos emitidos podría aumentar la fungibilidad y la variedad de bonos en todo el espectro de vencimientos, gracias a lo cual probablemente gozarían de una prima de liquidez. Los bonos emitidos por los Estados de las economías más pequeñas posiblemente serían los principales beneficiarios de esa subida de los precios.

... pero plantea un dilema político

Dadas las ventajas que podría tener la armonización de la estructura del mercado y la reducción de los costos del servicio de la deuda, se ha hecho un llamamiento a la cooperación entre los gobiernos de la UEM en esta área. Sin embargo, la cuestión es mucho más compleja y va más allá de la armonización de la estructura y de las convenciones del mercado. Afecta al fondo del debate sobre el grado en que se podría o se debería renunciar a la discrecionalidad nacional para aprovechar unas ventajas que están distribuidas de una manera desigual en la zona del euro. En el caso de algunos de los planes más formales propuestos, también hay otra cuestión: hasta qué punto la cooperación implicaría, o se cree que implicaría, el reparto de las responsabilidades fiscales, algo excluido explícitamente en el Tratado de Maastricht. Es necesario sopesar cuidadosamente los argumentos basados en las ventajas económicas de un aumento de la coordinación y la mayor disminución de la independencia nacional. Este debate resulta familiar debido al proceso que condujo a la firma del Tratado de Maastricht y muestra que el reforzamiento de la integración económica probablemente continuará planteando cuestiones parecidas.

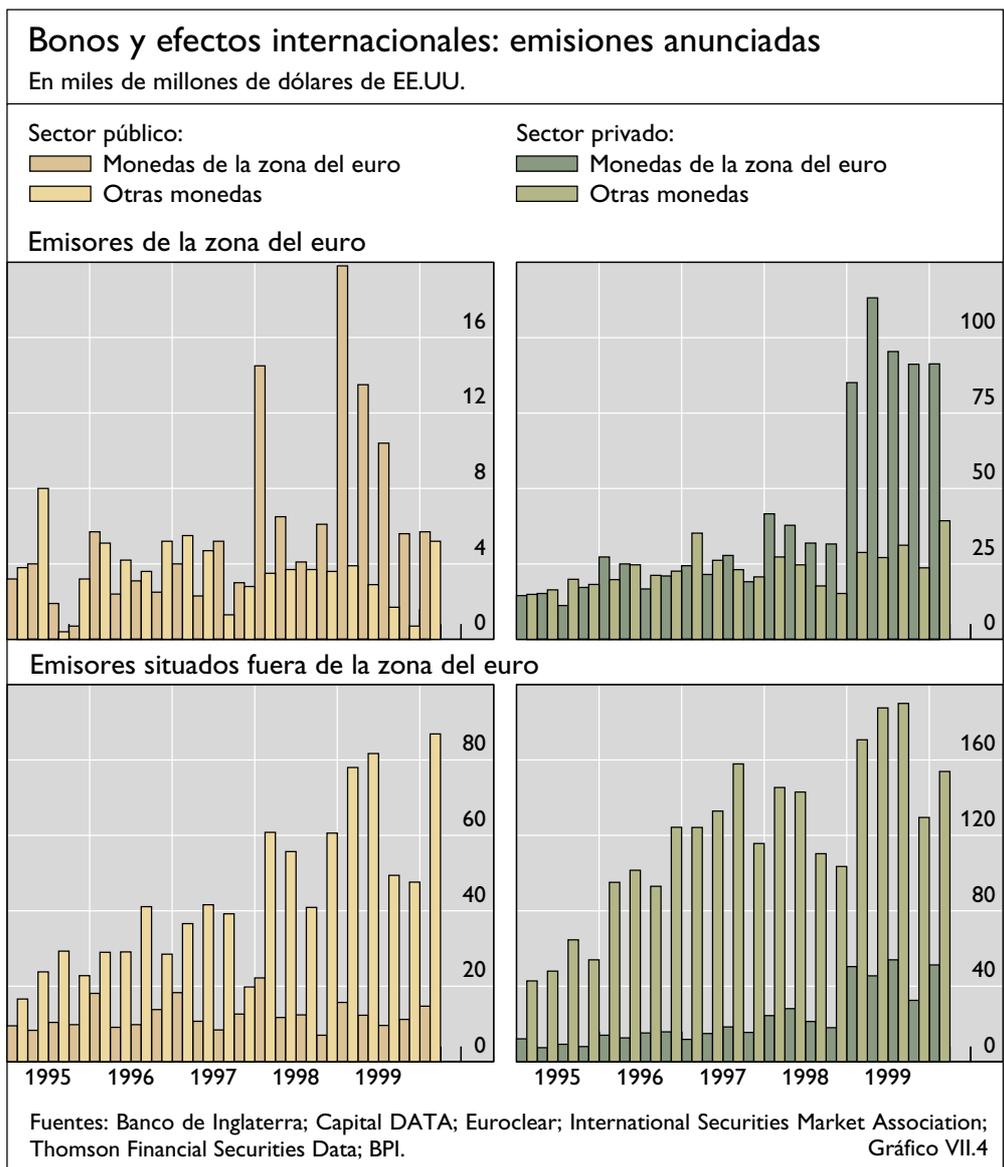
Los bonos de empresas

Las emisiones privadas aumentaron vertiginosamente ...

El euro ha resultado especialmente atractivo para los prestatarios del sector privado, tanto de la zona del euro como de fuera de ella. Entre julio de 1998 y diciembre de 1999, las empresas del sector privado de los 11 países de la zona del euro emitieron el 76% de su deuda en euros, mientras que entre enero de 1990 y junio de 1998 la media fue del 50% en las monedas predecesoras. Durante ese mismo periodo, los prestatarios privados que residían fuera de la zona del euro emitieron una quinta parte de su deuda internacional en euros, proporción casi dos veces superior a la correspondiente a las monedas predecesoras antes de julio de 1998 (gráfico VII.4).

... ayudadas por la elevada demanda de la zona del euro

Aunque podría decirse que los bajos tipos de interés y el debilitamiento de la moneda posiblemente contribuyeron en alguna medida a aumentar el interés de los prestatarios por el euro, existen factores estructurales que también han favorecido claramente un aumento del volumen de emisiones. Entre ellos, el principal ha sido el notable incremento del número de inversionistas. La moneda única ha suavizado realmente las normas que obligaban a muchos inversionistas institucionales a equilibrar sus monedas entre sus activos y sus pasivos y que hacían que la composición de su cartera mostrara un considerable sesgo nacional. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones han podido beneficiarse así de la eliminación del riesgo cambiario, al tiempo que han logrado diversificar más sus carteras invirtiendo en toda la zona de moneda única. Por ejemplo, los inversionistas alemanes ya habían



aumentado notablemente sus compras de activos extranjeros denominados en euros antes de que se introdujera la nueva moneda, pero las intensificaron a partir de entonces y en 1999 representaban alrededor de dos tercios de sus inversiones brutas totales de cartera en otros países.

La composición de los prestatarios que han recurrido al mercado de bonos en euros refleja parcialmente la estructura tradicional de las finanzas europeas, pero también en parte su cambio de perfil. Los mayores emisores, tanto por el número de emisiones como por el volumen de fondos obtenidos, han sido bancos europeos (gráfico VII.5). Las ventas de activos titulizados por parte de los bancos alemanes en forma de *Pfandbriefe* representan una gran parte de este segmento. De hecho, el éxito del mercado de *Pfandbriefe* ha llevado a algunos países europeos a aprobar medidas legislativas que reproducen sus características institucionales, en un intento de facilitar el desarrollo de la titulización de activos bancarios. Estas innovaciones, introducidas recientemente en Francia, España y Luxemburgo, aún tienen que madurar y lograr la misma liquidez y aceptación de los inversionistas

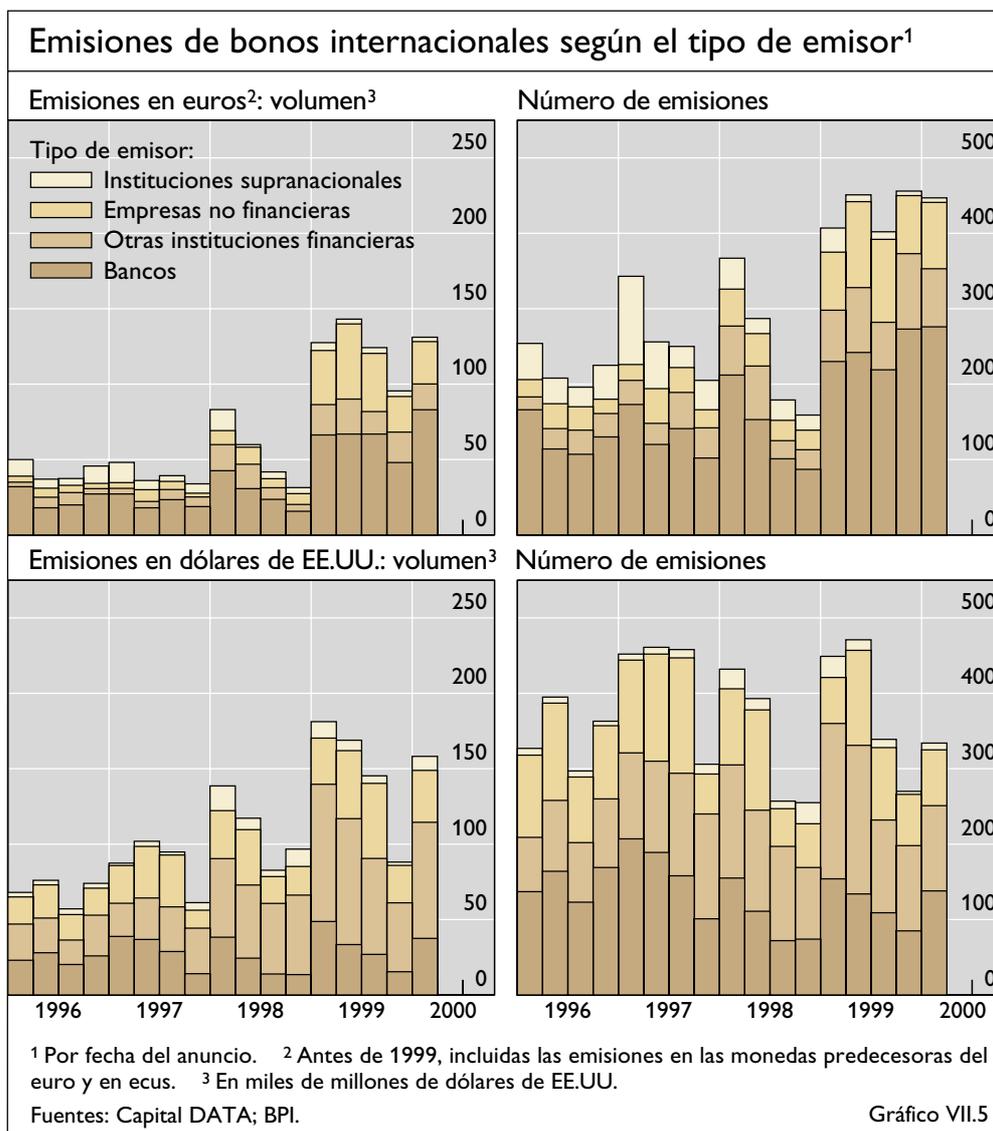
Alto grado de concentración en las emisiones de bancos ...

... y empresas de telecomunicaciones

de que disfrutaban las alemanas. Una proporción menor, pero creciente, de bonos ha sido emitida por empresas no financieras, que han aprovechado la creciente sed de riesgo crediticio de los inversionistas europeos. Dentro de este grupo, existe una elevada proporción de empresas de telecomunicaciones que han recurrido ampliamente a los mercados de bonos para financiar la oleada de fusiones y adquisiciones producidas en este sector. Los grandes prestatarios, como las instituciones supranacionales y otras agencias y compañías financieras que negocian en dólares de Estados Unidos, siguen estando subrepresentados en el mercado de bonos denominados en euros, en relación con sus dimensiones y su presencia mundial. Una frecuente explicación de este fenómeno es la desfavorable situación del mercado de swaps, que eleva los costos efectivos de financiación en dólares de Estados Unidos para estos prestatarios acostumbrados a unos tipos inferiores al Libor.

Los inversionistas son más receptivos al riesgo crediticio

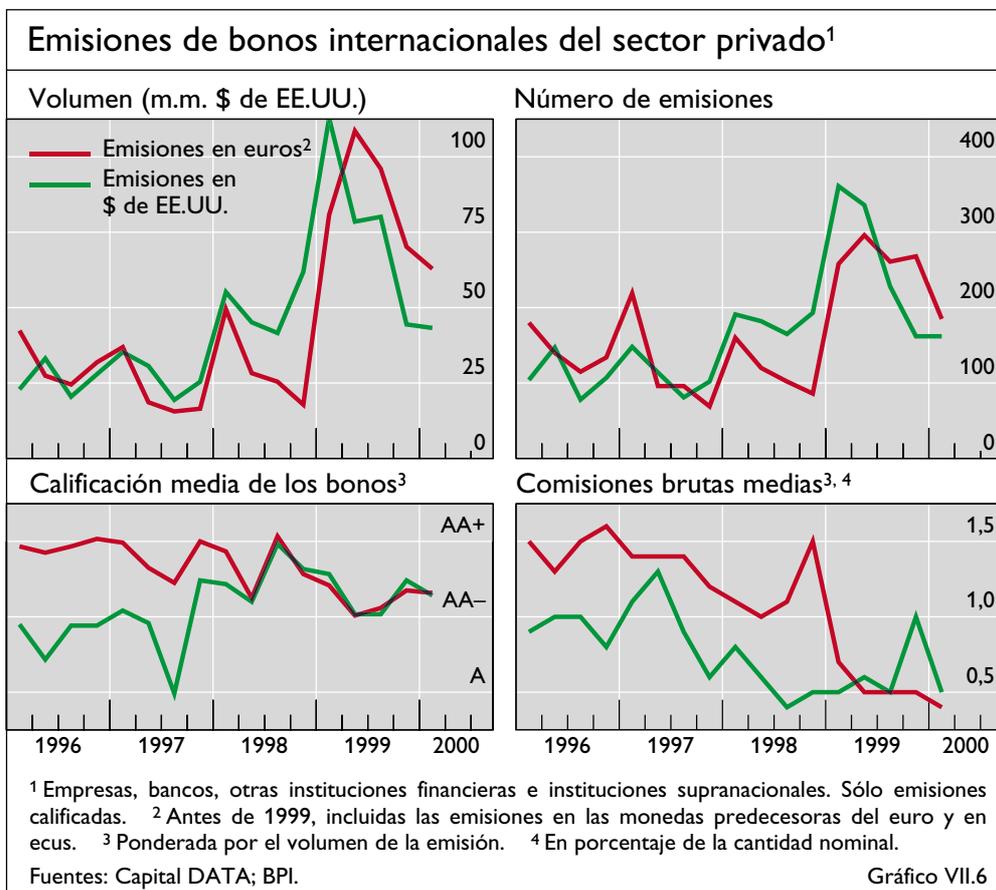
La llegada del euro ha dejado obsoletas las estrategias de inversión basadas en el arbitraje entre monedas y la especulación direccional sobre los tipos de interés nacionales, lo que ha animado a los inversionistas a concentrarse más en el riesgo crediticio. Los gestores de carteras institucionales



Europeas han comenzado a aprender a evaluar y gestionar el riesgo crediticio, y se han sentido atraídos gradualmente por él. La progresiva expansión del mercado hacia los créditos peor calificados da testimonio de este proceso. Lo que solía ser un mercado únicamente para prestatarios de calificación AA o superior, ha sido capaz de dar cabida a una creciente variedad de créditos (gráfico VII.6). El segmento de créditos que no llegan a la categoría de inversión, aunque aún es mucho menor y está menos diversificado que el denominado en dólares estadounidenses, ha cobrado impulso tras sufrir un grave varapalo después de la tormenta de los mercados financieros de 1998.

La introducción de la moneda única ha contribuido extraordinariamente a aumentar la rivalidad en el mercado de servicios financieros prestados a las empresas. El cuadro VII.2 muestra que históricamente la nacionalidad del asegurador (*underwriter*) de un bono internacional ha estado más relacionada con la moneda en la que se emite el bono que con la nacionalidad del prestatario, lo cual induce a pensar que la relación que pueda existir entre las empresas y sus bancos de inversión no es un factor tan importante en la selección de los aseguradores como la capacidad de estos últimos para fijar correctamente el precio de la emisión y colocarla en un mercado que conocen bien. La llegada del euro ha reducido la ventaja local que pudieran tener los banqueros europeos en virtud de su familiaridad con inversionistas con un fuerte sesgo hacia la moneda nacional. Aunque este cambio no ha alterado la fuerza de los hechos, el panel inferior derecho del gráfico VII.6 parece indicar que en los dos últimos años las comisiones del segmento

Aumento de la competencia en el aseguramiento de bonos



Factores determinantes en la elección del asegurador de bonos: moneda de emisión o relación comercial					
Nacionalidad del prestatario	Moneda de emisión				
	Monedas predecesoras del euro	Euro	Dólar de EE.UU.	Conjunto de monedas	
Cuota de mercado de los aseguradores cuya nacionalidad coincide con la de la moneda de emisión (en %) ¹					
Zona del euro	1996–98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999–2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
Estados Unidos	1996–98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999–2000 ²	–	26,9	79,4	71,1
Conjunto de países	1996–98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999–2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Cuota de mercado de los aseguradores de la misma nacionalidad que el prestatario (en %) ³					
Zona del euro	1996–98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999–2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
Estados Unidos	1996–98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999–2000 ²	–	53,5	79,4	75,2
Conjunto de países	1996–98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999–2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5
<p>¹ Porcentaje del volumen de bonos emitidos por prestatarios de una nacionalidad específica (filas) colocados por aseguradores de la misma nacionalidad que la moneda de emisión (columnas). Por ejemplo, en 1996–98 los bancos estadounidenses colocaron el 41,1% de las emisiones en dólares de EE.UU. de prestatarios de la zona del euro. ² Hasta mediados de marzo. ³ Porcentaje del volumen de bonos emitidos por prestatarios de una determinada nacionalidad (filas) y denominados en la moneda especificada (columnas) colocados por aseguradores de la misma nacionalidad que el prestatario. Por ejemplo, en 1996–98 el 19,2% de todos los bonos en dólares de EE.UU. emitidos por prestatarios de la zona del euro fueron colocados por bancos del mismo país que el del prestatario.</p>					
Fuentes: Capital DATA; cálculos del BPI.					Cuadro VII.2

del mercado denominado en euros han tendido rápidamente a acercarse a las del denominado en dólares de Estados Unidos. Esta convergencia de las comisiones, unida a la creciente similitud de la calidad crediticia media de los prestatarios y la estrecha relación entre los niveles de emisiones de los dos segmentos, constituye una clara indicación de la progresiva integración del mercado internacional de bonos.

El florecimiento del mercado de bonos de empresas denominados en euros tendrá una repercusión duradera en la estructura financiera europea, caracterizada tradicionalmente por el predominio de los métodos de financiación basados en la intermediación bancaria. La existencia de una variedad de inversionistas más amplia y receptiva probablemente animará a más clases de prestatarios privados a preferir los títulos de deuda a los préstamos bancarios. Al mismo tiempo, las propias instituciones bancarias probablemente recurrirán al mercado para financiar sus carteras de activos menos líquidos. Estas tendencias, al ampliar la variedad de vías de financiación, también aumentarán la eficiencia del mecanismo de asignación del ahorro, beneficiando así a toda la economía europea. Sin embargo, al aumentar la sensibilidad de

los balances de las empresas y de los bancos a la situación de los mercados de capitales, esta tendencia probablemente también planteará nuevos retos a la estabilidad financiera de la zona.

Los mercados de acciones

Dos de las tendencias más importantes en los mercados europeos de acciones durante el año pasado —la abundancia de emisiones y la maduración de las bolsas europeas especializadas en acciones de empresas nuevas y en expansión— sólo están relacionadas tangencialmente con la introducción de la nueva moneda. Las emisiones se han beneficiado de la subida general de los precios de las acciones, así como de la continua tendencia de los Estados a retirarse de las actividades comerciales. Las emisiones brutas de acciones internacionales por parte de empresas de la zona del euro crecieron en 1999 casi un 70% con respecto al nivel medio de los dos últimos años. La disminución de los rendimientos de los bonos en una gran parte de la zona del euro, como consecuencia de la convergencia económica, ha contribuido a aumentar el interés de los pequeños inversionistas por las acciones más arriesgadas, pero potencialmente más rentables. De hecho, las entradas sin precedentes en los fondos de inversión de renta variable han reforzado los precios en la mayoría de los mercados de acciones de la zona.

Abundante oferta

Una nueva variedad de empresarios europeos más adaptados a las necesidades de los mercados de capitales ha llevado a un creciente número de pequeñas y medianas empresas a los mercados de acciones. A esta tendencia ha contribuido el éxito de la red de “nuevos mercados” creados en muchos países europeos con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación mediante acciones a las empresas pequeñas y dinámicas con grandes posibilidades de crecer. Tras un periodo de elevado crecimiento a principios de 1999, el mercado se desestabilizó durante una gran parte del año pasado a causa del exceso de oferta de nuevas acciones. La situación mejoró de nuevo en noviembre, influida por la recuperación mundial de las acciones de la “nueva economía” (véase el capítulo VI). Esta vez, el elevado número de empresas que salieron a bolsa se encontró con un grupo más diverso de inversionistas que mostraron un compromiso mayor con el sector.

Nuevos tipos de emisores

En general, se esperaba que la llegada del euro marcaría el comienzo de un nuevo paradigma en la valoración de las acciones de las empresas de la zona de la UEM. Se pensaba que disminuiría la importancia de las diferencias entre los factores macroeconómicos nacionales que afectan a los precios de las acciones gracias a la desaparición del riesgo cambiario, a la orientación monetaria totalmente unificada y al aumento de la cohesión de la política fiscal de todas las economías de la UEM. También se esperaba que la expansión de las actividades comerciales transfronterizas, impulsada por los progresos realizados en la creación de un mercado único en la Unión Europea, aumentaría la importancia de los factores sectoriales a costa de los factores nacionales en las valoraciones de las empresas. Sin embargo, hasta ahora los datos no muestran ningún cambio significativo. Las acciones de las empresas continúan evolucionando de una forma más parecida a la de otras empresas del mismo país que a la de empresas similares de otros países de la zona del euro, lo que

Persiste el viejo paradigma de formación de los precios

demuestra que los precios continúan siendo determinados principalmente por inversionistas locales que tienen preferencia por las acciones de su país.

Un factor que probablemente ha contribuido a esta segmentación del mercado de acciones es la ausencia hasta ahora de una infraestructura integrada de contratación que abarque toda la zona de la UEM. Ha habido muchos intentos de establecer una plataforma unificada, que permita a los inversionistas tanto de dentro como de fuera de la zona monetaria común negociar sin interrupciones acciones de empresas europeas por medio de acuerdos bilaterales o multilaterales entre las bolsas nacionales existentes. El plan más ambicioso es la alianza de las seis mayores bolsas de la zona del euro, junto con las de Londres y Zúrich, para crear un mercado paneuropeo para las empresas más activas en bolsa y las acciones más negociadas. El objetivo es comenzar adoptando medidas sencillas, como la armonización de los horarios de sesión, y establecer progresivamente una infraestructura común de contratación, así como unos mecanismos uniformes de liquidación y de compensación. Mejorando la liquidez del mercado y reduciendo los costos de realización de las operaciones, los mercados europeos de acciones podrían aprovechar todo su potencial y adquirir unas dimensiones acordes con las de la economía de la zona (cuadro VII.3). Sin embargo, los progresos han sido más lentos de lo que se esperaba. Las ambiciones de algunos miembros de

Progresos
graduales en
la creación
de un mercado
de valores
paneuropeo

Indicadores bursátiles										
	Capitalización del mercado ¹				Volumen ²			Número de acciones cotizadas ¹		
	En miles de millones de dólares de EE.UU.			1999 en % del PIB	En miles de millones de dólares de EE.UU.			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Zona del euro	1.169	2.119	5.526	85	737	1.237	4.342	2.485	2.592	3.893
Alemania	355	577	1.432	68	509	594	1.551	413	678	1.043
Francia	314	522	1.503	105	121	213	770	578	450	968
Italia	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
España ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Países Bajos	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Bélgica	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Austria	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlandia	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlanda	...	26	69	75	...	...	48	...	80	84
Luxemburgo	10	30	34	192	-	-	1	54	61	50
Estados Unidos ⁴	3.059	6.858	16.773	181	1.778	5.481	19.412	6.599	7.671	7.297
Japón ⁵	2.918	3.667	4.455	102	1.288	884	1.676	2.071	2.263	1.889
Reino Unido	849	1.408	2.955	206	543	1.153	3.399	1.701	2.078	2.292
Canadá ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1.144	1.196	1.406
Suiza	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Valores nacionales cotizados. ² Valor de la contratación; total de sociedades nacionales y extranjeras que cotizan en bolsa. Las cifras no son totalmente comparables debido a que las normas de declaración y los métodos de cálculo varían de unos países a otros. ³ Volumen: bolsa de Madrid solamente; demás casos: incluidas las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. ⁴ Volumen: New York Stock Exchange y Nasdaq; demás casos: incluida también la AMEX. ⁵ Volumen: bolsa de Tokio solamente; demás casos: incluida también la bolsa de Osaka. ⁶ Bolsas de Toronto, Montreal y Vancouver.

Fuentes: Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV); Corporación Financiera Internacional; bolsa suiza. Cuadro VII.3

la alianza y la reticencia a modificar las prácticas y normas establecidas han impedido un acuerdo para establecer una estructura común. La decepción por la falta de avances y el aumento de las presiones competitivas procedentes de algunos sistemas de contratación electrónica recién creados han llevado a algunas bolsas a buscar una cooperación mayor en menor escala. Los ejemplos más destacados son las fusiones anunciadas de la London Stock Exchange y la Deutsche Börse, por una parte, y de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, por otra. La primera fusión creará la segunda bolsa mayor del mundo por capitalización del mercado, mientras que la segunda será un importante competidor dentro de Europa. Se espera que otras bolsas europeas se sumen a estas dos alianzas en una fase posterior.

Concentración del sector financiero

El euro ha desempeñado un papel fundamental en la reconfiguración de la intermediación financiera en la zona de la UEM y su periferia, reforzando los factores que han impulsado el proceso de concentración en los sectores de intermediación bancaria y no bancaria durante algún tiempo. El euro eliminó las barreras económicas a la oferta transfronteriza de servicios financieros dentro de la zona de moneda única y aumentó así las posibilidades de crecimiento y de diversificación de los bancos de la zona. Su influencia ha reforzado la tendencia a crear mayores instituciones que puedan aprovechar todas las ventajas de las mayores economías de escala que conlleva el progreso tecnológico. Al mismo tiempo, ha intensificado la competencia, al

El euro ha amplificado la concentración ...

Fusiones y adquisiciones en el sector financiero de la zona del euro ¹										
	En el mismo país de la zona del euro		Entre dos países de la zona del euro		Otros países situados fuera de la zona del euro		Total		En % ²	
	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³	Número	Valor ³
Entre bancos										
1998	7	8.445	1	147	12	13.787	20	22.379	12,7	13,0
1999	9	41.242	4	9.465	15	7.495	28	58.202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4.528	0	0	5	11.654	8	16.182	26,7	62,0
Entre bancos e instituciones financieras no bancarias										
1998	4	28.604	1	646	3	897	8	31.147	24,2	37,9
1999	3	20.816	1	800	12	4.130	16	25.746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4.768	1	1.631	4	653	13	7.052	48,1	39,1
Entre instituciones financieras no bancarias										
1998	6	7.299	2	7.974	7	1.201	15	16.474	11,8	13,8
1999	11	15.508	4	378	19	21.888	34	37.774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5.071	1	9	5	454	10	5.534	23,3	18,8

¹ La empresa compradora o comprada reside en la zona del euro. Únicamente operaciones concluidas o en curso; valor en la fecha del anuncio. ² Del número de fusiones y adquisiciones en todos los países. ³ En millones de dólares de EE.UU. ⁴ Desde el 1 de enero hasta el 10 de abril.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro VII.4

Estructura de costos del sector bancario						
	Número de sucursales por 1.000 habitantes			Empleo por 1.000 \$ de activos		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
Estados Unidos	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japón ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Zona del euro ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ En lo que se refiere al indicador de empleo, bancos comerciales solamente. ² En lo que se refiere al indicador de empleo, Alemania, Francia, Italia, Bélgica, Países Bajos y España solamente. ³ 1997.
Fuente: Datos nacionales. Cuadro VII.5

menos en el mercado de grandes operadores, reforzando los incentivos para crear instituciones capaces de competir eficazmente a escala paneuropea por la provisión de servicios bancarios a las grandes empresas.

El ritmo de concentración del sector financiero europeo se aceleró ante la llegada de la nueva moneda y no ha disminuido. La oleada de fusiones también se ha dejado sentir en la periferia de la zona del euro, debido en parte a la concentración que está produciéndose dentro de la zona, pero también en previsión de una futura entrada en la UEM. Sin embargo, aunque las fusiones y adquisiciones del sector financiero suelen cruzar las fronteras sectoriales, siguen en gran medida sin atravesar las fronteras nacionales. La actividad transfronteriza actual consiste principalmente en la formación de alianzas estratégicas, reforzadas a menudo por la adquisición de participaciones minoritarias sin poder de control.

Son varios los factores que podrían explicar esta preferencia por las transacciones nacionales. En primer lugar, las fusiones nacionales brindan una oportunidad más clara de aminorar los costos reduciendo el solapamiento de redes de sucursales y el exceso de capacidad. En segundo lugar, este tipo de transacciones plantea, en principio, menos complicaciones por lo que se refiere a los conflictos que pueden surgir entre las culturas de empresa y de gestión de las dos organizaciones que se fusionan y que constituyen uno de los motivos más frecuentes de fracaso. En tercer lugar, se considera que un requisito necesario para que tengan éxito las alianzas transfronterizas es una fuerte presencia nacional, pues da a la institución mayor poder de negociación. Por último, existen pruebas de que las economías de escala predominan más en el sector de grandes operadores, posiblemente más fácil de centralizar, que en el sector minorista, donde la presencia local es fundamental. En este sentido, es probable que lo que se ha observado hasta ahora no sea más que la primera fase de este proceso de concentración y que las fases posteriores adquieran una dimensión más internacional.

Estructura de supervisión y reglamentación

El objetivo de crear un mercado único de servicios financieros en la Unión Europea se remonta al Tratado de Roma de 1957. Sin embargo, las fuerzas del mercado fueron incapaces por sí solas de vencer los obstáculos

... principalmente a escala nacional

Un marco que conjuga la armonización y la descentralización ...

jurídicos, reglamentarios y prácticos que impedían la provisión de servicios transfronterizos. La Unión Europea, consciente de las dificultades intrínsecas que planteaba la plena armonización de todas las normas nacionales, adoptó un enfoque basado en los principios del reconocimiento mutuo de los marcos normativos, sometidos a una mínima armonización básica, y del control por parte del país de origen. Este enfoque ha conseguido facilitar la aprobación de leyes fundamentales. Al mismo tiempo, ha dado origen a un marco normativo en el que coexisten elementos comunes con otros que siguen controlados por los países y que, por lo tanto, pueden variar de unos a otros. Esta combinación de armonización y descentralización se ha ampliado con la UEM, en la cual la gestión de la política monetaria está totalmente centralizada, mientras que la responsabilidad de la estabilidad financiera continúa siendo en gran medida competencia de las autoridades nacionales.

En un mercado libre de distorsiones competitivas, las instituciones similares deben tener las mismas oportunidades de acceso y padecer los mismos costos derivados de la estructura de supervisión y reglamentación y de los mecanismos para hacer frente a las dificultades financieras. La utilización permanente de un enfoque que mantiene el control descentralizado de importantes componentes de esta estructura lleva a preguntarse por las implicaciones para actuar en condiciones de igualdad dentro de la Unión Europea. La llegada del euro, al integrar aún más el entorno económico en el que actúan las instituciones financieras de la Unión Europea, ha puesto de relieve las posibles distorsiones competitivas que pueden provocar las diferencias entre los elementos que continúan estando descentralizados.

... tiene implicaciones para la competencia ...

La decisión de dejar en buena medida a las autoridades nacionales la responsabilidad de la estabilidad financiera también ha conducido a preguntarse cuáles son los mecanismos necesarios para alcanzar este objetivo en la zona del euro en su conjunto. Las principales cuestiones se refieren a las consecuencias de la descentralización para el equilibrio entre los incentivos que influyen en las decisiones de las autoridades competentes y la adecuación de los medios disponibles para conseguir la estabilidad en un entorno económico cada vez más internacional. Estas cuestiones han cobrado importancia ante la función ejercida por el euro para reforzar la integración económica.

... y la estabilidad financiera

La relación entre estos dos objetivos —igualdad de condiciones y estabilidad financiera— es más estrecha y compleja de lo que parece a primera vista. La experiencia induce a pensar que las distorsiones competitivas pueden socavar la estabilidad, al llevar a asumir excesivos riesgos. Y viceversa, puede haber circunstancias en las que las restricciones que impiden prestar ayuda a las instituciones en dificultades en virtud del principio de la igualdad de trato podrían complicar una gestión eficaz de las tensiones financieras.

Mecanismos actuales

Desde que el principio del “control por parte del país de origen” se adoptó por primera vez en la segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ha constituido una parte integral de las principales iniciativas legislativas para promover el mercado financiero único. Este mismo principio también constituye un importante elemento de la concepción del marco de la UEM.

El principio del “control por parte del país de origen” ...

Otorga la responsabilidad de la supervisión global de las instituciones crediticias de la Unión Europea a la “autoridad competente” del Estado miembro en el que tenga su sede central, sometida a la armonización de unas normas prudenciales mínimas. Los supervisores del país receptor deben suministrar toda la información necesaria a las autoridades del país de origen. En cambio, la gestión de las normas comerciales es competencia del país receptor, en el que se prestan realmente los servicios.

... pone énfasis en la coordinación

Incluso antes de que se introdujera el euro, este principio básico era el fundamento del desarrollo de una compleja red de cooperación entre las autoridades encargadas de la reglamentación y de la supervisión. La cooperación y el intercambio de información entre los países se llevaban a cabo en parte bilateralmente, por medio de protocolos de entendimiento, y en parte a escala comunitaria, a través del Comité Consultivo Bancario y del Grupo de Contacto. Se establecieron estructuras paralelas de coordinación para los supervisores de los mercados de seguros y de valores de la Unión Europea. Los mecanismos organizativos nacionales de supervisión del sector financiero varían considerablemente de unos países a otros y van desde un único organismo hasta varios encargados cada uno de un sector, y el grado de implicación del banco central también varía. Por consiguiente, cada comité, aunque tiene una organización de carácter sectorial, mantiene relaciones con organismos responsables de la supervisión de numerosas actividades. Sin embargo, las estructuras formales que reúnen a los supervisores de los tres sectores no se han creado hasta fecha reciente, y son de carácter consultivo más que regulador, en consonancia con las prácticas vigentes en muchos países miembros.

La UEM introduce el Eurosistema

La creación del euro, aparte de traer consigo la centralización de la gestión de la política monetaria, hasta ahora no ha alterado los rasgos fundamentales de este panorama. El Tratado de Maastricht asignó al Euro-sistema el papel de contribuir “a la gestión fluida de las políticas seguidas por las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las instituciones crediticias y la estabilidad del sistema financiero”. Los países miembros conservan, pues, las competencias de la supervisión, en el marco de un mecanismo en el que existen considerables diferencias entre las prácticas y las competencias de los diferentes organismos nacionales y que renuncia a profundizar en la armonización. Aunque el texto del tratado no excluye la asignación al BCE de ciertas responsabilidades en este terreno, se ha decidido no hacer uso de esta posibilidad en la fase actual. El tratado también atribuye al Eurosistema la responsabilidad de supervisar los sistemas de pagos, reforzando así los fundamentos jurídicos de la política seguida por algunos bancos centrales nacionales en este terreno. Por último, teniendo en cuenta la necesidad de aumentar la coordinación, el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC actualmente reúne a las autoridades responsables de la estabilidad financiera y de la supervisión de los sistemas de pagos y a los responsables nacionales de la supervisión bancaria.

Armonización mínima de las garantías de depósitos

Por lo que se refiere a la garantía de depósitos, la Directiva de 1994 sobre sistemas de garantía de depósitos ha armonizado en parte los sistemas nacionales, imponiéndolos a todos los Estados miembros y fijando una cobertura *mínima* uniforme de 20.000 euros por depositante. Sin embargo, los sistemas

nacionales pueden ofrecer mayores niveles de protección, y la Directiva no contiene ninguna disposición sobre algunos otros aspectos, entre los que se encuentran la gestión y la financiación.

Por lo que se refiere a la política relacionada con las instituciones en dificultades, la armonización de los procedimientos y de las normas para la reorganización y la liquidación no está muy avanzada. Éstos se rigen por el principio del control por parte del país de origen y por sus leyes nacionales. La legislación sobre absorciones y valores, que puede afectar materialmente a la eficacia de las soluciones que da el mercado privado a las instituciones en dificultades, varía considerablemente de unos países a otros. El resultado es la falta de uniformidad de los derechos que conllevan las acciones, así como de las potestades de los consejos de administración y de los accionistas. Las autoridades nacionales siguen encargadas de supervisar las absorciones de bancos como parte de su responsabilidad de salvaguardar la estabilidad financiera, si bien ésta se encuentra sujeta a las normas de la Unión Europea sobre libre circulación de capitales.

La utilización de fondos públicos para rescatar a un banco se rige por las normas de la Unión Europea sobre ayudas públicas. La Comisión Europea, aunque reconoce el carácter especial del sector bancario, opina que la legislación comunitaria establece claramente el criterio de "igualdad de las condiciones competitivas", sometiendo, pues, la ayuda financiera pública al examen de la Comisión. La utilización de fondos de los bancos centrales para gestionar las crisis forma parte de la función de provisión de liquidez en situaciones de emergencia. Ni el Tratado de Maastricht ni el estatuto del SEBC otorga explícitamente al BCE la potestad de suministrar liquidez de emergencia a las instituciones financieras. Sin embargo, al atribuir a las autoridades nacionales la responsabilidad de la estabilidad financiera, el Tratado encomienda implícitamente esa tarea a los bancos centrales nacionales. Los acuerdos posteriores han materializado este principio básico (véase más adelante).

Actuar en condiciones de igualdad

Para saber hasta qué punto los mecanismos que existen actualmente para garantizar la estabilidad financiera en la Unión Europea podrían ser una fuente de desigualdades competitivas, resulta útil compararlos con los de Estados Unidos. Estos últimos constituyen, de hecho, otro ejemplo de marco basado en la coexistencia de múltiples organismos encargados de la reglamentación y la supervisión del sistema financiero. De hecho, dado que la distinción funcional entre las operaciones relacionadas con los títulos y la actividad bancaria es históricamente más estricta en Estados Unidos, el ámbito de los organismos encargados de regular la banca es más limitado que en Europa, donde las sociedades de valores suelen disponer de una autorización bancaria. Esta característica de Estados Unidos tiende a subrayar las diferencias entre los enfoques normativos y supervisores de los dos campos. Aun así, en el sistema estadounidense existen, al menos en el área de la banca, algunos elementos compensatorios que contribuyen a uniformar el tratamiento. El rápido mecanismo corrector obliga, de hecho, a los organismos supervisores a coordinar

Los procedimientos de liquidación ...

... y la ayuda para la provisión de liquidez ...

... siguen bajo control nacional

Similitudes con el marco de Estados Unidos ...

las medidas adoptadas para frenar el empeoramiento de la situación financiera de un banco. La centralización de la función de prestamista de último recurso en la Reserva Federal garantiza la armonización de las condiciones en las que pueden acceder los bancos a la ayuda en forma de liquidez. Las normas

Cobertura de los sistemas de protección de los depósitos ¹				
	Cobertura por depositante		Fondo de garantía	Gestión ²
	En euros	En relación con el PIB per cápita, en %		
Alemania	20.000 ³	85,4	sí ⁴	privada ³
Francia	60.980	276,6	no	privada
Italia	103.291 ⁵	559,5	no ⁶	privada
España	15.000 ⁷	113,5	sí	mixta
Países Bajos	20.000	90,1	no	mixta
Bélgica	15.000 ⁷	68,4	sí ⁸	mixta
Austria	18.895	80,6	no ⁹	privada
Portugal	15.000 ¹⁰	156,1	sí ¹¹	pública
Finlandia	25.228	113,4	sí	privada
Irlanda	15.000 ¹²	73,3	sí	pública
Luxemburgo	15.000 ⁷	40,6	no	privada
Reino Unido	22.222 ¹³	105,0	sí ¹⁴	pública
Suecia	26.349	109,9	sí	pública
Dinamarca	42.000	143,5	sí	pública
Grecia	20.000	193,8	sí	mixta
UE ¹⁵	20.000 ¹⁶	99,1	· ¹⁷	· ¹⁸
Estados Unidos	85.708	296,6	sí	pública
Japón	60.853 ¹⁹	226,0	sí	mixta
Canadá	33.220	186,5	sí	pública
Suiza	20.000	56,8	no	privada

¹ Vigentes a finales de 1998. ² Del sistema: por el Estado (pública), por organismos sectoriales (privada) o por ambos (mixta). ³ En el caso de casi todos los bancos, 100% hasta un máximo del 30% del capital del banco. Cogarantía pública del 90% hasta un máximo de 20.000€. ⁴ Pueden ser necesarias aportaciones complementarias para hacer frente a las obligaciones del fondo. El límite de estas aportaciones es el doble de la aportación anual. ⁵ El 100% de los primeros 200 millones de liras (103.291€). ⁶ Los bancos comprometen las cantidades *ex ante*; sin embargo, las aportaciones se realizan *ex post*. ⁷ Hasta diciembre de 1999; 20.000€ a partir de entonces. ⁸ En caso de insuficientes reservas, puede pedirse a los bancos que paguen cada año si es necesario una cantidad adicional excepcional de un 0,04% como máximo. ⁹ El sistema está organizado como un servicio de garantía en función de los incidentes. ¹⁰ El 100% hasta un máximo de 15.000€; el 75% entre 15.000€ y 30.000€; el 50% entre 30.000€ y 40.000€. ¹¹ El pago de las aportaciones anuales puede sustituirse en parte, con un máximo legal del 75%, por el compromiso de entregar la cantidad debida al fondo en cualquier momento si es necesario. ¹² El 90% hasta un máximo de 15.000€. ¹³ El 90% de los depósitos protegidos; la cantidad máxima de depósitos protegidos de cada depositante es de 20.000£ (o el contravalor de 22.000€ si es una cifra mayor). ¹⁴ Los bancos hacen aportaciones iniciales de 10.000£ cuando son autorizados y de nuevo si el fondo disminuye por debajo de 3 millones de libras, con un máximo de 300.000£ por banco y en función de los depósitos garantizados de los bancos implicados; también realizan aportaciones especiales que también se calculan en función de los depósitos garantizados, pero que no tienen límite. ¹⁵ Directiva de la CE sobre sistemas de garantía de depósitos. ¹⁶ La cobertura mínima era inicialmente de 20.000 ecus y el tipo de conversión se fijó en 1 ecu = 1€ a finales de diciembre de 1998. ¹⁷ Determinado dentro de cada Estado miembro. ¹⁸ Sólo indica que cada Estado miembro debe asegurarse de que dentro de su territorio se crean y se reconocen oficialmente uno o más sistemas de garantía de depósitos. ¹⁹ Cobertura total hasta marzo de 2001.

Fuentes: J. R. Barth, D. E. Nolle y T. N. Rice (1997) y FMI, citados en A. Prati y G. J. Schinasi, "Financial stability in European economic and monetary union", *Princeton Studies in International Finance No 86*, Princeton University, agosto de 1999; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.6

nacionales obligan a los bancos a ofrecer la misma cobertura nominal de garantía de los depósitos, y la centralización de la provisión de garantía a los depósitos bancarios en la Federal Deposit Insurance Corporation garantiza que se aplica uniformemente.

Ese tipo de mecanismos apenas existe en el marco actual de la Unión Europea. La Directiva sobre la garantía de los depósitos sólo ha establecido una cobertura mínima, lo que permite que el grado de protección varíe mucho de unos países a otros (cuadro VII.6), sin limitar otros elementos que podrían haber contrarrestado estas diferencias, como las primas de seguro y los mecanismos de financiación. No existe ningún equivalente formal de un rápido mecanismo que prescriba exactamente la intervención de los organismos supervisores cuando una institución se encuentra en dificultades, ni son uniformes las condiciones de acceso a las ayudas de los bancos centrales para la provisión de liquidez. Cierto es que las restricciones a las que está sometida la ayuda pública limitan la discrecionalidad de las autoridades nacionales a la hora de examinar las fusiones y las adquisiciones o resolver los problemas de las instituciones insolventes. No obstante, el margen real de maniobra para responder a las consideraciones nacionales es considerable dentro del marco existente.

Es difícil saber hasta qué punto estas diferencias nacionales influyen en las condiciones competitivas. Una de las razones se halla en que sus efectos no deben examinarse de una manera fragmentaria, sino teniendo en cuenta todo el entramado general de mecanismos y prácticas reales. Aun así, las medidas que ya ha tomado o está tomando la Comisión Europea en el terreno de la ayuda pública al sector bancario indican que es más sensible a sus posibles efectos. Y es probable que éstos sean mayores en el futuro, debido en parte a la introducción del euro, que ha aumentado la transparencia y ha dado un mayor impulso a la integración de los mercados. Pero en términos más generales, a medida que se armonicen nuevos elementos del marco normativo de la Unión Europea, la ventaja competitiva que pueda derivarse de las diferencias entre los países en los aspectos que siguen bajo control nacional ha de ser relativamente más importante. Entre los ejemplos claros se encuentran las considerables diferencias entre los organismos supervisores nacionales en lo que se refiere a sus competencias y sus prácticas, así como a la arquitectura de las redes de seguridad.

Salvaguardar la estabilidad financiera

Las cuestiones que han suscitado los mecanismos existentes actualmente para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro están relacionadas sobre todo con la atribución de responsabilidades y el intercambio de información entre las autoridades competentes.

Las críticas iniciales a los mecanismos relativos a la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez se referían a las ambigüedades del Tratado sobre los dispositivos para prestar esa ayuda, en caso necesario, y sobre la correspondiente atribución de responsabilidades. Sin embargo, las medidas tomadas por las autoridades en el periodo examinado han aclarado que la responsabilidad de la ayuda de emergencia se ha otorgado a las autoridades

... pero también importantes diferencias ...

... que pueden producir efectos distorsionadores

Las ambigüedades sobre la responsabilidad de la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez ...

... se han aclarado

nacionales competentes, definida en el marco nacional, mientras que el Euro-sistema conserva la responsabilidad de gestionar las condiciones globales de liquidez por medio de operaciones monetarias. Las características técnicas específicas de los mecanismos han facilitado esta distinción. En primer lugar, en la UEM existe una línea divisoria perfectamente definida entre la ayuda de emergencia para la provisión de liquidez, por una parte, y las operaciones monetarias, por otra, debido a la existencia de servicios permanentes de libre acceso y de una serie especificada previamente de títulos admitidos como garantía. La ayuda de emergencia comienza donde acaban las operaciones normales, lo que contrasta con los mecanismos existentes en algunos otros países, como Estados Unidos, en los que el crédito al final del día se concede a discreción de las autoridades a través del mismo mecanismo que se utiliza para prestar ayuda de emergencia para la provisión de liquidez. Por otra parte, la variedad relativamente amplia de garantías y el amplio acceso a los servicios permanentes del Eurosistema, significan que el amortiguador existente antes de que se ponga en marcha técnicamente la ayuda de emergencia es mayor que en otros países. En segundo lugar, el hecho de que los objetivos de la política monetaria se basen realmente en los tipos de interés a corto plazo, y no en las cantidades específicas de reservas, da a los bancos centrales nacionales más libertad. En particular, si las dificultades financieras se deben a variaciones de la demanda de reservas a escala local o incluso agregada, el Eurosistema puede responder sin modificar la orientación de su política, siempre y cuando estén bajo control los tipos de interés clave. Los mecanismos existentes para intercambiar información rápidamente con el Consejo de Gobernadores del BCE, que es, en última instancia, el responsable de las decisiones relacionadas con la política monetaria, garantizan que se tendrán en cuenta las consecuencias de las medidas nacionales para la aplicación de la política monetaria.

La descentralización puede ser compleja ...

La ayuda de emergencia para la provisión de liquidez no es más que uno de los muchos instrumentos disponibles para resolver los problemas de las instituciones en dificultades, que pueden ir desde la mera falta de liquidez hasta la insolvencia. La cuestión más general es saber si la atribución de esta función más amplia a las autoridades nacionales con respecto a las instituciones “del país de origen” podría crear dificultades en algunas circunstancias. Es razonable pensar que, en determinadas situaciones, podría dar incentivos no muy compatibles con las necesidades de estabilidad de la zona en su conjunto. Un ejemplo podría ser el de una institución que sólo fuera sistémicamente relevante fuera de su mercado “de origen”, debido al alcance geográfico de sus operaciones y, quizá, a la composición de su accionariado. En ausencia de mecanismos adecuados para repartir las cargas, esas situaciones podrían complicar la búsqueda rápida de una respuesta y llevar incluso a no actuar. Aun así, este tipo de hipótesis se basa en un grado de integración financiera que posiblemente sea muy superior al que se ha logrado hasta ahora dentro de la zona del euro.

... en los casos de intensa actividad transfronteriza

La armonización del marco jurídico ...

Es probable que los progresos realizados para eliminar las diferencias existentes en aspectos importantes de los marcos jurídicos nacionales aumenten la eficacia de los mecanismos basados en el mercado para resolver los casos de dificultades financieras. Sería útil la existencia de un mercado

líquido de *repos* que pudiera complementar al mercado interbancario sin garantía, sobre todo durante los periodos de tensiones financieras en los que los operadores son especialmente sensibles al riesgo crediticio. La creación de una infraestructura jurídica y de mercado común, cuya ausencia ha dificultado hasta ahora el desarrollo del mercado de *repos* transfronterizos en la zona del euro, reduciría al máximo la probabilidad de que fuera necesaria la ayuda de emergencia de los bancos centrales. De igual modo, el aumento del grado de armonización de las leyes nacionales sobre valores y quiebras, así como de la normativa sobre la aprobación de fusiones y adquisiciones, podría facilitar la resolución de las dificultades financieras mediante soluciones transfronterizas basadas en “dinero privado”.

En todo caso, apenas existen dudas de que el aumento de la integración financiera que ha traído consigo la moneda única da mucha importancia a los mecanismos de intercambio de información entre las autoridades encargadas de salvaguardar la estabilidad financiera. El acceso a una información precisa y rápida es necesario, tanto para detectar enseguida las posibles vulnerabilidades y permitir así la adopción de medidas preventivas como para evaluar la magnitud y la intensidad de las tensiones una vez surgidas. El establecimiento del Eurosistema ha brindado la oportunidad de racionalizar y reforzar los mecanismos existentes. Sin embargo, es posible mejorar su funcionamiento práctico, sobre todo en lo que se refiere a la comunicación y la cooperación entre las autoridades supervisoras de los diferentes sectores a escala internacional, la cooperación entre estas autoridades y los bancos centrales y la convergencia de las prácticas de supervisión.

De cara al futuro, es difícil saber cómo evolucionará el sistema de salvaguarda de la estabilidad financiera. Dependerá en gran medida del ritmo de integración financiera, del funcionamiento de los mecanismos cuando se pongan a prueba y de lo que ocurra con la situación política más general. El equilibrio actual entre la centralización y la descentralización es único. No obstante, a medida que se acerca el escurridizo objetivo de un verdadero mercado único, las fuerzas subyacentes deberían inclinar la balanza hacia una mayor centralización o armonización, aun cuando sea difícil predecir exactamente las modalidades y el calendario de este cambio.

... y la cooperación entre las autoridades supervisoras son fundamentales

VIII. Conclusiones

Parece existir la impresión general de que la economía mundial se encuentra actualmente en los umbrales de algo, pero no se sabe de qué. Los resultados económicos recientes, mejores de lo previsto en muchas partes del mundo, han llevado, como era de esperar, tanto a instituciones privadas como a instituciones públicas a revisar al alza sus predicciones sobre crecimiento. Hoy, muchos consideran que las perspectivas económicas nunca han sido mejores desde principios de la década de 1980. Se trata, en parte, de una pura extrapolación, pero los avances tecnológicos y el continuo proceso de liberalización son también razones para esperar que el crecimiento sea rápido y que la inflación continúe baja. De hecho, a medida que se extienden estos cambios estructurales por toda la economía mundial, parece probable que el notable éxito del que ha disfrutado Estados Unidos en los últimos años se repartirá más. Así pues, no puede excluirse en modo alguno la posibilidad de que la economía mundial, más orientada hacia el mercado, experimente una prolongada expansión.

Sin embargo, aun aceptando esta visión a más largo plazo, las autoridades económicas deben esperar que surjan algunos obstáculos en el camino. Al igual que en periodos históricos anteriores de cambios estructurales prometedores, la última década se ha caracterizado por una rápida expansión del crédito en muchas economías y una creciente sed de riesgo por parte de los prestamistas. Los índices de concentración han aumentado en los mercados financieros, mientras que la liquidez ha disminuido a veces significativamente. Estos acontecimientos implican no sólo que puede haber aumentado la vulnerabilidad de la economía mundial a las perturbaciones macroeconómicas, sino también que la respuesta dinámica de los mercados a estas perturbaciones puede ser más difícil de predecir que en el pasado, más regulado. Por último, también debemos preguntarnos si, con un sistema financiero más globalizado, los responsables de la política económica cuentan con todos los instrumentos necesarios tanto para evitar los problemas como para resolverlos en caso de que surjan. Esta tarea nunca es fácil, ya que las inyecciones de liquidez, que pueden ser necesarias para ayudar a resolver una crisis, también pueden fomentar comportamientos imprudentes y provocar simplemente la siguiente.

Las principales vulnerabilidades macroeconómicas son bien conocidas, comenzando por la posibilidad de que aumente la inflación en los países en una fase más avanzada del ciclo. Pero son las posibles interacciones entre estas vulnerabilidades las que pueden reclamar más atención. En muchos países, los precios de las acciones siguen pareciendo altos según patrones históricos,

incluso dejando de lado las acciones de la “nueva era”, a las que cabría pensar que podrían aplicarse nuevos criterios de valoración. El dólar de Estados Unidos también parece estar más fuerte de lo que es compatible con la estabilización de las tasas de endeudamiento externo a más largo plazo. Dado que ha aumentado el grado en que los rendimientos previstos de las acciones han impulsado los movimientos internacionales de capitales en los últimos años, la posibilidad de que se produzca un ajuste simultáneo en ambos mercados parece mayor de lo que indicarían las correlaciones históricas. La consecuencia probable de ese resultado sería una disminución de la demanda debido a los efectos-riqueza, incluso aunque la inflación aumentara en respuesta tanto a las presiones internas como a las presiones externas. Esta disminución se consideraría útil, ya que ayudaría a contrarrestar las presiones inflacionarias, pero dependiendo extraordinariamente de lo grande y ordenado que fuera el ajuste de la riqueza. No podría excluirse lógicamente ni un aterrizaje duro ni un aterrizaje suave. Por último, en un entorno macroeconómico tan incierto, también cabría esperar una salida de capital de las economías de mercado emergentes. Aunque los países que tienen actualmente un superávit por cuenta corriente y grandes reservas externas podrían resultar poco afectados, no todos los mercados emergentes disfrutaban en estos momentos de una posición exterior tan cómoda.

También merece la pena prestar atención a la dinámica del mercado que condiciona la respuesta del sistema financiero mundial a una continua subida de los tipos oficiales. La subida de los tipos oficiales se ha considerado útil en buena medida para apoyar el crecimiento económico y evitar la inflación. El crecimiento ha sido positivo para los precios de las acciones y para los diferenciales de tipos, y la baja inflación quizá haya frenado la tendencia ascendente de los tipos de los bonos. Sin embargo, si se considerara de repente que las autoridades han sido “rebasadas”, todo podría invertirse y producir efectos contractivos. Por otra parte, el creciente uso del apalancamiento y del endeudamiento con garantía para la compra de títulos, las estrategias de aseguramiento de las carteras y el hecho de que los beneficios de los valores de primera clase dependan cada vez más de las ganancias de las acciones en el sector de alta tecnología, podrían exagerar las fluctuaciones de los precios de las acciones. Se trata de elementos entrelazados todos ellos, que pueden tener consecuencias nocivas. Asimismo, los mercados de renta fija también podrían reaccionar de una manera atípica, dado el cambio de los instrumentos de referencia tanto en el mercado de bonos de Estados Unidos como en Europa y la creciente reticencia de las grandes empresas a dedicar capital a la función de creación de mercado.

Otra incógnita es cómo pueden afectar estos acontecimientos, por separado o en conjunto, a la solidez de las distintas instituciones financieras. Es posible que la continua liberalización, la intensificación de la competencia, el cambio tecnológico y el aumento del interés de los accionistas por el valor hayan fomentado todos ellos una conducta y unas relaciones intersectoriales que sólo se sabrá si han sido imprudentes cuando llegue la próxima recesión. Dicho esto, también debe señalarse que los mercados financieros han mostrado recientemente una extraordinaria volatilidad, sin producir tales efectos, y que

se han realizado un elevadísimo número de transacciones sin el menor signo de tensiones.

¿Qué pueden hacer las autoridades económicas para que la economía mundial recoja los frutos de una estructura productiva y financiera cada vez más eficiente? Cualquiera que sea la respuesta, y más adelante se hacen algunas sugerencias, debe reconocerse que la eficiencia no lo es todo. También ha de tenerse en cuenta la justicia y la sensación de justicia. Así, por ejemplo, es necesario prestar más atención que hasta ahora a las cuestiones relacionadas con la distribución de la renta, la reducción de la deuda y la política proteccionista de los países industrializados, especialmente en relación con las importaciones de productos agrícolas y textiles procedentes de los mercados emergentes. Otros aspectos que deben pesar en la búsqueda de la eficiencia, sobre todo en el desarrollo de los sistemas financieros, son la seguridad y la estabilidad. Siempre hay que sopesar los costos económicos potenciales de las crisis financieras esporádicas y los beneficios de la liberalización de los mercados de capitales. A menos que sea posible adoptar medidas para equilibrar debidamente todos estos objetivos contrapuestos, no puede excluirse la posibilidad de que se sustituya de una manera brusca y negativa el enfoque basado en el mercado por soluciones menos deseables.

Los desequilibrios y la búsqueda de la estabilidad de los precios

La incertidumbre sobre el futuro económico complica inevitablemente la formulación de la política monetaria. Es poco lo que se sabe tanto sobre la estructura de la economía como sobre los rezagos con los que la política monetaria afecta a los objetivos últimos. Los datos suelen revisarse, como los sentimientos que suelen predominar en las decisiones de gasto. Aunque la teoría sugiere que los responsables de la política económica deben hacerlo en todo momento lo mejor que puedan y revisar sistemáticamente sus ideas en función de los datos que vayan surgiendo, esta estrategia también tiene inconvenientes. En particular, la incertidumbre general puede llevar a responder con excesiva tardanza a la nueva información y aumentar así la probabilidad de tener que tomar grandes y perturbadoras medidas más tarde. De hecho, esta tardanza incluso podría poner en cuestión el compromiso de las autoridades de alcanzar los objetivos declarados. Por otra parte, con una estrategia basada únicamente en las expectativas medias, podrían no estar suficientemente preparadas en caso de que se planteara una situación extrema. En las actuales circunstancias, en las que es posible identificar muchos desequilibrios, ese inconveniente parece especialmente importante.

Un punto en el casi todo el mundo estaría de acuerdo es que la tasa actual de expansión de la demanda interna de Estados Unidos es insostenible y potencialmente inflacionaria, y que en algunos de los demás países de habla inglesa la situación es similar, aunque menos extrema. Teniendo en cuenta que el debate sobre las medidas fiscales que habría que tomar en Estados Unidos va claramente en sentido contrario, es muy positiva la tendencia reciente a endurecer la política monetaria, aun cuando los precios de algunos activos parezcan actualmente bastante vulnerables. Si la política monetaria

retrocediera en cuanto surgieran los primeros indicios de descenso de los precios de las acciones, sería enorme el peligro de que se planteara un problema de riesgo moral. En todo caso, si hemos entrado realmente en una “nueva era”, disminuirían extraordinariamente las probabilidades de que el mercado de activos reaccionara de una manera brusca y prolongada. Y si no hemos entrado, podría decirse que cuanto antes se desinfle la burbuja, mejor.

Esto no quiere decir que si el mercado de valores, o los mercados financieros más en general, reaccionaran significativamente, no se deberían tomar medidas. La desinflación puede ir demasiado lejos y demasiado deprisa. Este riesgo no es intrascendente en Estados Unidos ni en algunos otros países que se encuentran en una fase avanzada del ciclo. Dadas las bajas tasas recientes de ahorro y la elevada inversión en vivienda y en bienes duraderos, ahora sería muy fácil posponer los gastos previstos. Pero una vez que ha quedado patente que ciertas inversiones nunca generarán las tasas de rendimiento que se espera de ellas, debería dejarse que los inversionistas equivocados pagaran el precio, y rápidamente, a fin de que sea posible reducir la capacidad y restablecer con prontitud la rentabilidad a largo plazo. Quizá sea ésta la principal lección que cabe extraer del caso de Japón en los años 90.

Otro aspecto sobre el que existe más o menos unanimidad es el hecho de que en Japón la tasa de crecimiento del gasto privado es demasiado baja. La incógnita reside en las medidas que podrían tomarse para que se acelerara. Las autoridades fiscales japonesas deben ser elogiadas por haberse mostrado dispuestas a utilizar la política fiscal anticíclicamente, aunque también podrían haberla aplicado de una manera más eficaz. La tímida utilización inicial de este recurso, unida a las amenazas esporádicas de cambiar de orientación, llevadas a la práctica de vez en cuando, mermaron la confianza del sector público en que la recuperación definitiva estaba próxima. Por otra parte, cuanto más aumentaba el gasto, más disminuía su eficiencia, dando a los contribuyentes la impresión de que el aumento del endeudamiento no era contrarrestado por la presencia de activos valiosos. Aunque los crecientes niveles de deuda pública de Japón implican que el estímulo fiscal global tendrá que ser más moderado en el futuro, un nuevo equilibrio entre los gastos podría arrojar grandes frutos. Reducir la excesiva inversión pública (tres veces mayor que la media del G10) y aumentar el gasto en la subdesarrollada red de seguridad social podrían ayudar a mantener la confianza necesaria. También podría aumentar la movilidad del trabajo en un momento en el que sería sumamente deseable. Dado que las viejas industrias siguen adoleciendo de una excesiva inversión, debe fomentarse la expansión en otras áreas por medio de la liberalización y de otras medidas.

La posibilidad de que la política monetaria expansiva pueda seguir desempeñando un papel importante, ahora que los tipos nominales a corto plazo han llegado a cero, continúa siendo un tema controvertido en Japón y en otros países. En este debate hay dos corrientes de opinión. Según la primera, el Banco de Japón debería haber recurrido a procedimientos “excepcionales” para subir directamente los precios de los activos y aumentar en grado significativo el nivel de reservas del sistema bancario, por ejemplo mediante

intervenciones en yenes no esterilizadas y grandes compras de bonos del Estado. El Banco de Japón se ha opuesto firmemente a ese tipo de iniciativas, alegando que tendrían a lo sumo una utilidad limitada e incluso podrían impedir la subida de los tipos si se recuperara la economía. Tras esta resistencia también se encuentra una legítima preocupación por la independencia a más largo plazo del banco central. La segunda corriente de opinión del debate está relacionada con las ventajas de introducir un nuevo régimen monetario con un objetivo de inflación o de nivel de precios. La lógica de este razonamiento es que, aunque los tipos de interés nominales no puedan ser negativos, sí pueden serlo los tipos reales si existe alguna manera de llevar a creer que de una u otra forma los precios subirán. Los partidarios de la adopción de un nuevo régimen monetario afirman que las expectativas inflacionarias aumentarían como consecuencia de ello y que la adopción de un objetivo de nivel de precios resultaría más atractiva cuanto más tiempo llevaran bajando los precios. Los que se oponen a esta tesis, incluido el Banco de Japón, sostienen que las expectativas no cambiarían espontáneamente si no existiera una forma creíble de cambiar la realidad subyacente del estancamiento económico actual.

Un último punto en el que casi todo el mundo estaría de acuerdo es que, en ausencia de otros problemas, el reto principal que tiene Europa continental ante sí es la reforma estructural. Ni se observan ni se prevén grandes desequilibrios macroeconómicos del tipo que tienen que afrontar cada vez más Estados Unidos y Japón. Las balanzas por cuenta corriente de la región en su conjunto no plantean ningún problema. Las acciones, cuyos precios han experimentado grandes subidas en muchos países, aún constituyen únicamente una pequeña (aunque creciente) proporción de la riqueza de los hogares. Y aun cuando la continua debilidad del euro puede aumentar claramente las presiones inflacionarias, parece que bastaría una política monetaria previsora y vigilante para disipar casi todos los temores. También podría recomendarse la austeridad fiscal, sobre todo en las economías europeas más pequeñas que ya están acercándose al límite de su capacidad, pero en la mayoría de los países ya se adoptaron hace algún tiempo medidas de ajuste presupuestario. Naturalmente, todas estas recomendaciones macroeconómicas para mantener un rumbo estable parten del supuesto de que la expansión europea actual proseguirá, sin que ningún acontecimiento negativo externo la perturbe.

El entusiasmo de Europa por la reforma estructural se ha acrecentado claramente con la introducción del euro, motivado tanto por lo que se espera conseguir con él como por lo que se teme perder si no se adopta. Una moneda única podría aumentar enormemente la eficiencia en los mercados de productos, siempre que se lo permitieran otras reformas. Y a la inversa, si no se introdujeran reformas en el mercado de trabajo, que permitieran responder más deprisa a las señales del mercado, podría aumentar el desempleo, dadas las perturbaciones asimétricas que se producen en una zona monetaria común. Ya se ha hecho mucho, como lo demuestra la excepcional disminución reciente de la tasa de desempleo de la Unión Europea en una fase muy temprana de la recuperación, pero las lecciones de Estados Unidos y las “prácticas ejemplares” de Europa indican que es posible conseguir mayores progresos.

Los jefes de gobierno se han comprometido en su reciente reunión de Lisboa a llevar a cabo reformas estructurales, pero, como siempre, lo difícil es traducir a la realidad este compromiso en sus respectivos países.

Las variaciones de los tipos de cambio entre las principales monedas han solido contribuir a la estabilización cíclica durante los últimos años. Sin embargo, recientemente la fortaleza del yen y la persistente debilidad del euro han sido menos compatibles con los objetivos internos, lo que lleva a preguntarse qué medidas podrían tomarse, además de modificar los tipos oficiales. En la actualidad, parece que no puede hacerse mucho. Sin embargo, las circunstancias podrían cambiar. La intervención unilateral de las autoridades japonesas tiene el inconveniente de que su función de transmitir señales posee escasa credibilidad, puesto que no es posible bajar aún más unos tipos que ya son iguales a cero (si bien sigue existiendo la posibilidad de tomar medidas “poco convencionales”). La intervención bilateral con la participación europea también se ha evitado hasta la fecha, aun cuando, *prima facie*, parece útil si se dan las condiciones necesarias en el mercado. Un motivo podría ser el temor de Europa a que la intervención se interprete erróneamente como una indicación del debilitamiento del compromiso del banco central recién creado de mantener la estabilidad de los precios internos. Y por lo que se refiere a la intervención multilateral, en la que participara también Estados Unidos, preocupa la posibilidad de que pudiera interpretarse como la precursora de un sistema mundial de tipos de cambio dirigidos, que actualmente parece despertar poco entusiasmo en las autoridades.

A más largo plazo, el mayor reto para la política económica podría consistir en hacer frente a un repentino cambio de sentido del dólar. Su contribución a aumentar la desinflación en Japón sería claramente negativa, aunque mucho menos en Europa, donde ha aumentado la preocupación por la inflación. Sin embargo, incluso en este continente podrían surgir problemas si el euro se recuperara demasiado y con excesiva rapidez. Dado lo imprevista que ha sido su reciente caída y teniendo en cuenta que los factores de inercia podrían cambiar de sentido, no debe descartarse esta posibilidad. Naturalmente, si el euro se recuperara en fuerte medida porque resurgiera el optimismo sobre las reformas estructurales en Europa y aumentara tanto el gasto de consumo como el gasto de inversión, disminuirían considerablemente los riesgos que entraña la expansión actual. Ésta parece que sería otra razón muy poderosa para seguir adelante con las reformas estructurales.

Las cuestiones relacionadas con los tipos de cambio parecen aún más importantes desde la perspectiva de las economías de mercado emergentes, ya que éstas son relativamente más abiertas y aún más propensas a sufrir cambios de sentido de los movimientos de capitales en función de las opiniones del mercado. De momento, las perspectivas de mejora de los resultados económicos de Asia, América Latina y Europa oriental han fomentado las entradas, especialmente de inversiones directas. No obstante, sigue preocupando la posibilidad de que las perturbaciones externas o los fracasos de la política interna inviertan de repente el sentido de estos movimientos. Los déficit por cuenta corriente y los problemas presupuestarios estructurales son posibles

motivos de preocupación en América Latina, mientras que la enorme dependencia del sector tecnológico y los lentos progresos realizados en la reestructuración de las empresas y de los bancos pueden plantear problemas en Asia. Aunque la mayoría de las economías de mercado emergentes teóricamente tienen unos tipos de cambio fluctuantes, también es cierto que muchas de ellas, sobre todo asiáticas, han intervenido extraordinariamente para frenar la pérdida de competitividad provocada por la apreciación de su moneda. Este tipo de política, aunque se dice que es compatible con la necesidad de acumular reservas y mejor que los controles de capitales, que sorprendentemente han suscitado muy poco interés hasta la fecha, podría acabar provocando una excesiva creación de crédito, y ésta no es más que otra manera de perder competitividad. Quizá sea más pernicioso el riesgo de que los prestatarios vuelvan a una mentalidad de tipo de cambio fijo y comiencen de nuevo a pedir préstamos en monedas extranjeras de menor costo. Aunque parece improbable a la luz de las recientes crisis, es asombroso observar lo pronto que se olvidan incluso las lecciones aprendidas dolorosamente.

Algunas economías de mercado emergentes han manifestado con mayor claridad su preferencia por un cambio de política monetaria. Sólo el año pasado, por ejemplo, Sudáfrica, Brasil, Polonia y la República Checa anunciaron la adopción de una política de objetivos de inflación. Al tomar esta decisión, se han sumado al club de países industrializados que basan su política en un objetivo de inflación anunciado previamente dentro de un sistema de tipos de cambio fluctuantes. Cualesquiera que sean las virtudes de este tipo de sistema en los países industrializados, las ventajas y los inconvenientes parecen algo distintos cuando se adopta en otros países.

Entre las ventajas para los mercados emergentes se encuentra su posible transparencia. Así, con un objetivo de inflación las autoridades podrían ser acusadas en menor medida de que tienen intereses personales cuando fijan tanto los tipos de interés como los tipos de cambio. Otra ventaja es la posibilidad de anclar las expectativas sobre la inflación en los países que tienen un historial de control de la inflación especialmente malo, como es el de muchos países latinoamericanos. Sin embargo, un objetivo de inflación también tiene algunos inconvenientes en las economías de mercado emergentes. Entre éstos se encuentran su capacidad relativamente escasa para realizar predicciones económicas complejas (incluidas las predicciones sobre la inflación), la escasa fiabilidad de los datos y el problema de los cambios estructurales que están produciéndose. Por otra parte, muchos mercados emergentes, como se ha visto muy recientemente en Asia, han demostrado ser vulnerables a las burbujas de los precios de los activos, que no son fáciles de resolver con un objetivo de inflación. Por último, el hecho de que los alimentos y las importaciones tengan tanto peso en la cesta de consumo y de que la liberalización de los precios sea a menudo un fenómeno extendido y todavía inacabado, puede provocar una notable diferencia entre la inflación general y el índice que el banco central piensa poder controlar realmente.

En suma, las economías de mercado emergentes se enfrentan a una versión sumamente exagerada del dilema en el que se encuentran los países

industrializados que tienen un objetivo de inflación. Si fijan un objetivo demasiado ambicioso, perderán credibilidad si no lo alcanzan. Y si fijan, por el contrario, un objetivo más realista, puede ocurrir que éste se considere poco ambicioso y no tenga ninguna credibilidad. Como ocurre con todos los sistemas posibles, lo que es bueno para uno no lo es para todos. Cada país debe analizar sus propias circunstancias y su propia historia, y pensar cuál es la mejor solución. Sin embargo, en lo que se refiere a la necesidad de adoptar una política fiscal adecuada, no es preciso pensar nada. Sin una política de ese tipo, la historia nos enseña que cualquier medida destinada a controlar la inflación está abocada al fracaso.

El cambio estructural y la prevención de la inestabilidad financiera mundial

En la década de 1930, las quiebras financieras agravaron seriamente la recesión económica en muchos países industrializados y llevaron a regular más rigurosamente la actividad financiera. El periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial fue testigo de una liberalización gradual a medida que se desvanecía el recuerdo de las dificultades anteriores y se reconocían mejor las ventajas que podía tener la liberalización de los mercados financieros. Sin embargo, las repetidas crisis financieras de las tres últimas décadas, tanto en los países industrializados como en las economías de mercado emergentes, han suscitado de nuevo el interés por tres cuestiones: ¿cómo podrían evitarse las crisis en el futuro?, ¿cómo podrían gestionarse mejor cuando estallaran? y ¿cómo podrían resolverse finalmente incluso por medio de una reducción de la deuda? Se han logrado notables progresos en cada una de estas cuestiones, pero no son nada comparados con lo que queda por hacer. En algunas cuestiones aún no existe un consenso internacional sobre las medidas razonables. Y en casi todos los casos, las dificultades prácticas que plantea la aplicación de las propuestas acordadas es una tarea de enormes proporciones.

Las medidas destinadas a prevenir las crisis financieras reconocen cada vez más que las deficiencias microeconómicas pueden interactuar con los fenómenos macroeconómicos y tener peligrosas consecuencias. Estos problemas pueden manifestarse de tres formas en el mercado: volatilidad extrema a corto plazo de los precios en algunos mercados, distorsiones de los precios a medio plazo, incluidos los que pueden provocar burbujas de los precios de los activos y excesivos movimientos de capitales, y el contagio a otros mercados y países sin que lo justifiquen las variables fundamentales subyacentes. Es preciso, pues, adoptar medidas preventivas en relación con cada uno de los tres pilares que sustentan tanto los sistemas financieros nacionales como los internacionales: la buena salud de las instituciones financieras, el funcionamiento correcto de los mercados y la creación de una sólida infraestructura, incluidos los procesos jurídicos y judiciales, los sistemas de pago y de liquidación y las normas contables. Por lo que se refiere a cada pilar, es posible identificar otro trío, en esta ocasión de sistemas de incentivos, para ayudar a promover la prudencia en el comportamiento. El punto de partida debe ser la gestión interna, basada fundamentalmente en la búsqueda

del interés propio y en la preservación del capital privado. A esto puede añadirse una supervisión y un control adecuados. Y por último, la disciplina de mercado, aun reconociendo las limitaciones que tiene de vez en cuando, debe ocupar un lugar cada vez más importante en un mundo que se basa cada vez más en el mercado. Dados estos tres problemas, tres pilares y tres recomendaciones para cada uno, quizá no sea sorprendente que aún quede tanto por hacer.

Tratar de fomentar la salud de las instituciones financieras, especialmente de los bancos, es una condición fundamental para la estabilidad financiera. La mayoría de las crisis sigue debiéndose, ya sea en las economías de mercado emergentes o en los países industrializados, a instituciones financieras que se endeudan en exceso en las épocas aparentemente buenas y se contraen de forma brutal a continuación. Su gestión mejoraría, en primer lugar, si se fijaran más en las tasas de rendimiento ajustadas para tener en cuenta el riesgo, sobre todo cuando retribuyen a los operadores y a los responsables del crédito. La búsqueda implacable de valor para los accionistas, sin este ajuste crucial, podría ser una estrategia muy peligrosa. A esta recomendación también podría añadirse la conveniencia de prestar más atención a la forma en que las redes públicas de seguridad pueden fomentar la conducta imprudente, comenzando por las instituciones que se piensa están garantizadas por el Estado. El enorme crecimiento reciente de estas instituciones en Estados Unidos aumenta la vieja preocupación por el grado parecido de implicación del Estado tanto en la banca de Japón como en la de Europa continental.

Según las propuestas presentadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para mejorar el Acuerdo sobre Recursos Propios de 1988, que se modificará a la luz del proceso de consultas que acaba de concluir, las exigencias mínimas de fondos propios de los bancos que tienen un sistema de calificación bien desarrollado estarán relacionadas más estrechamente con sus propias evaluaciones internas del riesgo crediticio. Esta conexión es claramente deseable, siempre que, por supuesto, las evaluaciones no estén sesgadas en ningún sentido. Los bancos que adopten este método deberán disponer, pues, de unas normas prácticas y directrices sólidas que garanticen la integridad del proceso del sistema de calificación y de sus resultados. El método estandarizado propuesto para los bancos menos sofisticados tiene menos ventajas, pero también puede entrañar menos riesgos. Evidentemente, debe estudiarse bien, ya que es probable que la inmensa mayoría de los bancos de los mercados emergentes se rijan por él.

El nuevo Acuerdo sobre Recursos Propios propuesto también reconoce que los supervisores tienen la importante misión de asegurarse de que se evalúan debidamente las necesidades de recursos propios, y que las exigencias de fondos propios de las distintas instituciones son coherentes y similares. A este respecto, la existencia de unas reglas sencillas que garantizaran la provisión de fondos por adelantado podría desempeñar un papel más importante que en la actualidad. El Comité de Basilea ha señalado que la disciplina de mercado también podría encauzar a las instituciones financieras a comportarse prudentemente. Los diferenciales de tipos y los precios de las acciones son mecanismos tradicionales en este sentido, pero también debería considerarse

la deuda subordinada. Una condición necesaria, pero no suficiente, para la aplicación de la disciplina de mercado es que el mercado disponga de suficiente información fiable para poder efectuar evaluaciones sólidas. Conseguir que se facilite esa información, así como una explicación clara de los principios contables en los que se basa, debería continuar siendo una de las máximas prioridades.

Naturalmente, uno de los problemas que plantea la disciplina de mercado es que también puede sufrir las mismas oleadas de optimismo y pesimismo que podrían afectar a las calificaciones internas. Dado que tales fenómenos pueden tener repercusiones sistémicas, el sector público debe prestar mucha más atención a la evolución de la situación y a la elaboración de procedimientos analíticos para evaluar el riesgo de que surjan problemas sistémicos. De hecho, también es muy recomendable la utilización de técnicas de simulación de crisis como corolario de esas predicciones. Es necesario aclarar si este tipo de análisis debe ser realizado principalmente por los supervisores o por otras entidades (normalmente los bancos centrales) con la responsabilidad global de la estabilidad sistémica, o por unos y por otros para asegurarse de que esta importante función no se olvida simplemente. Un argumento para involucrar a los bancos centrales es que puede existir una útil complementariedad entre su enfoque de “arriba abajo” y el enfoque de “abajo arriba” que suelen seguir más los supervisores. Un hecho simple, pero importante, es el de que muchas recomendaciones destinadas a fomentar los comportamientos prudentes en la empresa pueden producir efectos negativos si un gran número de ellas cambia simultáneamente de conducta de la misma forma. Este tipo de falacias de la composición son bien conocidas en la teoría macroeconómica.

Aunque la solidez de las instituciones financieras sigue siendo clave para la estabilidad financiera, sobre todo en las economías de mercado emergentes, los acontecimientos ocurridos durante el otoño de 1998 ponen de relieve cuán importante es cada vez más que los mercados financieros también funcionen bien. Una cuestión fundamental radica en que éstos puedan ofrecer otras fuentes de crédito cuando se agoten las de los bancos, y viceversa. Ésta es una importante explicación del reciente interés en desarrollar mercados líquidos de bonos del Estado en muchas economías de mercado emergentes. Estos mercados de bonos del Estado podrían servir con el tiempo de punto de referencia para las emisiones de bonos del sector privado. Los gobiernos de muchos países industrializados también están enfrentándose a cuestiones parecidas relacionadas con el funcionamiento del mercado, ya que los crecientes superávits públicos reducen la cantidad de bonos existentes, lo que puede agravar el problema de la gestión del riesgo en situaciones de dificultad.

Aun cuando sea de interés general disponer de unos mercados financieros más completos, debe reconocerse que tales mercados no siempre funcionan tan eficientemente como sería de esperar. Una solución, que reconoce el interés de los participantes, es el aumento de la transparencia. Si éstos conocieran mejor la situación financiera y la exposición de las contrapartes, sería menos probable que se retiraran cuando hubiera incertidumbre. En el

mismo orden de cosas, si los prestamistas dispusieran de mejor información sobre los perfiles de endeudamiento de los prestatarios soberanos, sería menos probable que sintieran temor de repente y trataran de retirarse. Actualmente, están en marcha algunas iniciativas para aumentar la transparencia en ambos casos (véase el capítulo dedicado a las Actividades del Banco), que deberían seguirse decididamente.

Por lo que se refiere a la contribución de los supervisores a la mejora del funcionamiento de los mercados, existen pruebas de que éstos cada vez están menos fragmentados, por lo que son más susceptibles de comportarse gregariamente sobre todo en los momentos de dificultades. La creciente concentración de los operadores, los sistemas comunes de gestión del riesgo y de reglamentación, el creciente uso de los indicadores de referencia y del seguimiento de índices y la explotación de información común y disponible al instante, son factores todos que pueden estar contribuyendo a ello. Sin embargo, es mucho menos obvio lo que podrían hacer las autoridades supervisoras en relación con estas tendencias estructurales subyacentes. Por último, está la cuestión más fundamental de todas. ¿Por qué reaccionan excesivamente los mercados y no son capaces, de hecho, de disciplinarse? En un mundo ideal, los que alejaran los precios de los niveles de “equilibrio” perderían dinero rápidamente cuando los precios recuperaran su valor medio. Sin embargo, en el mundo real no suele ocurrir así. Dado que estos fenómenos existen desde tiempos inmemoriales, es posible que este tipo de fallas del mercado sea simplemente uno de los costos que hay que pagar para recoger los beneficios globales de un sistema económico basado en el mercado.

El tercer pilar necesario para que un sistema financiero funcione bien es la infraestructura subyacente; en particular, los sistemas de pagos y liquidación, el marco jurídico y judicial y las normas contables. Por lo que se refiere a los sistemas de pagos, se ha avanzado mucho desde finales de la década de 1980. El año pasado, el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación radicado en Basilea publicó un documento de consulta titulado “Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes”. La principal tarea en el futuro es ajustar estos principios a la luz de los comentarios recibidos y velar por que se apliquen con éxito en todos los grandes mercados financieros. Dado que sólo en los países industrializados estos sistemas están tramitando actualmente alrededor de 6 billones de dólares de transacciones al día, es claramente urgente que funcionen perfectamente. Por lo que se refiere a la infraestructura legal, su importancia fundamental fue puesta de relieve por las consecuencias prácticas de las inadecuadas leyes de propiedad de Rusia y de algunas otras economías en transición. La crisis del este asiático también puso de manifiesto algunas deficiencias legales, que sólo se han subsanado en parte. Y en muchos países es necesario agilizar la aplicación de la legislación existente, y de una manera mucho menos arbitraria que actualmente. Por último, se han conseguido notables avances en la búsqueda de un acuerdo sobre un conjunto común de normas contables mundiales. Es necesario seguir adelante en esta tarea vital, completarla y aplicarla.

La gestión y la resolución de las crisis financieras

Aunque es posible reducir la incidencia de las crisis financieras, éstas nunca desaparecerán totalmente. La mejor manera de gestionar una crisis para reducir sus costos macroeconómicos y sociales dependerá mucho de cómo se manifieste en los procesos de mercado. Ello no obstante, casi todas las crisis financieras tienen en común una pérdida repentina de confianza del mercado y la necesidad de evaluar rápidamente las necesidades de liquidez del sistema y la manera mejor de satisfacerlas. En cambio, la resolución de las crisis es una tarea a más largo plazo, que suele exigir una cierta reducción de la deuda. La gestión y la resolución de las crisis financieras pueden tener un componente tanto interno como internacional, y normalmente requieren la implicación de los acreedores del sector privado y de los poderes públicos. Sin embargo, si se quiere evitar el problema del riesgo moral, sólo debe acudir a éstos como último recurso, cuando existan claras pruebas de que hay alguna falla del mercado o alguna externalidad.

Tampoco debe suponerse automáticamente que es probable que se produzcan esas fallas en el mercado. Los mercados financieros privados, cada vez más interrelacionados, tienen la posibilidad tanto de desactivar las crisis como de propagarlas. Por ejemplo, en el otoño de 1998, muchos prestatarios tuvieron dificultades para conseguir créditos en los mercados de títulos a corto plazo y derivados. Sin embargo, los mercados interbancarios se expandieron enormemente y desempeñaron un papel fundamental en la redistribución del crédito entre los que lo necesitaban. Los operadores del sector privado, especialmente los grandes cuya conducta puede afectar a todo el sistema, tienden a internalizar esas externalidades (de hecho, como en el caso de LTCM, podrían ser animados a hacerlo), lo que debería conducir a un comportamiento más estabilizador. Eso no quiere decir, desde luego, que nunca será necesario que se involucre explícitamente el sector público, sino que éste debe reservarse el derecho a opinar al respecto. Esta discrecionalidad debe aplicarse no sólo a los posibles préstamos de emergencia a los bancos, sino también, e incluso más, a la posibilidad de apoyar a los mercados que han perdido de repente liquidez por alguna razón imprevista.

El tipo de participación del sector público también debe depender de dos aspectos de los mercados financieros modernos: la rapidez con que pueden producirse cambios actualmente y su dimensión internacional. Por lo que se refiere a la primera, en el futuro será especialmente importante que las distintas partes involucradas tengan líneas abiertas de comunicación y procedimientos acordados para utilizarlas. Las entidades públicas también deben tener claro, al menos entre ellas mismas, cuáles son las competencias de cada una. Esta claridad es evidentemente necesaria a escala nacional, incluida la zona del euro, pero también puede serlo a escala internacional. Las instituciones financieras que actúan en un país pueden muy bien tener raíces internacionales y, en ese caso, el supervisor del país de "origen" sería el responsable de su conducta. Por otra parte, las necesidades de liquidez podrían muy bien referirse a una moneda extranjera, lo que añadiría una nueva dimensión al problema. Aunque el banco central de un país estuviera dispuesto a aumentar

la liquidez del sistema en su conjunto y, por lo tanto, a bajar los tipos de interés, esa medida serviría de poco si el problema fuera una escasez de divisas. De hecho, este tipo de política podría ser fácilmente contraproducente si la moneda nacional se depreciara como consecuencia de ello y aumentaran significativamente los intereses de la deuda denominada en moneda extranjera.

En los últimos años, se ha debatido mucho sobre la manera de suministrar liquidez internacional a los mercados emergentes aquejados de estos problemas. No está claro, sin embargo, que se hayan conseguido muchos progresos concretos en las dos cuestiones fundamentales. La primera es cómo se podría inducir al sector privado a suministrar la liquidez necesaria tanto refinanciando la deuda que vence como suministrando nuevo dinero, por ejemplo para ayudar a financiar un déficit por cuenta corriente. Lo primero puede hacerse por medio de una suspensión temporal de pagos, que tiene la ventaja de tratar a todos los acreedores por igual, pero es muy probable que impida el otorgamiento de nuevos créditos. Otra posibilidad es la persuasión moral, método que se ha utilizado recientemente en Corea y que se parece a la coacción. Por otra parte, un creciente problema consiste en cómo coordinar esa financiación. A medida que crece la heterogeneidad de los prestatarios de los mercados emergentes y los prestamistas de los países desarrollados, resulta cada vez más difícil saber quién tiene autoridad, si la tiene alguien, para efectuar promesas y para velar por que se cumplan. En este contexto, cuanto mayor sea el número de emisores de bonos a los que se pueda convencer de que incluyan cláusulas de acción colectiva, mayores serán las probabilidades de que se reestructure ordenadamente la deuda.

La segunda cuestión son las modalidades apropiadas de implicación del sector público. Es necesario encontrar un equilibrio entre la provisión de liquidez por parte del FMI y el riesgo moral que engendra esta ayuda. Para algunos, en general sólo se debería poder acceder al FMI para cantidades inferiores a las que se han facilitado recientemente y a través de un número menor de mecanismos financieros. Según este enfoque, basado esencialmente en la aplicación de normas, sólo un acceso limitado al dinero del sector público es coherente con el espíritu del reparto de los costos, y los términos y las condiciones de ese acceso deben ser conocidos de antemano por todo el mundo. Los defensores de este enfoque no niegan que podría haber casos, probablemente de importancia sistémica, en los que el sector público podría considerar correcto conceder préstamos mucho mayores. Sin embargo, cabría argumentar que, en esos casos, el proceso de aprobación debería ser más formal y más difícil. El principal argumento en contra de tales opiniones consiste en que todas las crisis son diferentes y que es necesario encontrar rápidamente la manera de gestionarlas, lo que justifica más bien la necesidad de que el FMI goce de mayor "discrecionalidad". En contraste con estas opiniones contrapuestas, parece que cada vez son más lo que piensan que la financiación oficial debe subordinarse más a los esfuerzos para prevenir las crisis y que debe disuadirse a los países de que soliciten repetidamente créditos de largo plazo al FMI.

Las maneras de resolver las crisis reduciendo explícitamente la deuda no son menos controvertidas. Dos son los tipos de problemas que ocupan en

la actualidad el centro del escenario: la reestructuración bancaria en un gran número de economías de mercado emergentes y la reducción de la deuda de un número aún mayor de países muy pobres y sumamente endeudados. En ambos casos, deben aplicarse dos principios. En primer lugar, si la cuestión fundamental es quién debe pagar las pérdidas ya experimentadas, deben ser los que hayan contribuido a ellas. Los contribuyentes no deben asumir las pérdidas en que hayan incurrido otros, a menos que sus gobiernos también sean acreedores. Naturalmente, los gobiernos y las instituciones financieras internacionales son los mayores acreedores de los países más pobres y, por lo tanto, los que tienen especialmente la responsabilidad de reducir la carga de su deuda. Y en segundo lugar, las medidas para resolver las crisis deben ir acompañadas de esfuerzos para evitarlas en el futuro. Por lo tanto, no basta con reestructurar los bancos; también hay que lograr que sean eficientes y rentables. En el caso de la reducción de la deuda de los países, es fundamental que se tomen medidas para garantizar una buena gestión, así como la inversión en la salud y la educación de la población. La reducción de la deuda puede ser en algunos casos una condición necesaria para resolver las crisis, pero no es en modo alguno suficiente para garantizar la prosperidad en el futuro.

La experiencia adquirida hasta ahora parece suficiente para aventurar algunas sugerencias más sobre la reestructuración de los bancos. Quizá la más importante sea que siempre deberían probarse primero las soluciones basadas en el sector privado. Incluso los bancos técnicamente insolventes pueden tener aspectos valiosos que los hagan atractivos en un proceso de absorción, y a veces incluso una pequeña inyección de capital puede cambiar totalmente la situación. Sin embargo, las absorciones y las fusiones deben tener un sentido financiero; el tamaño no es por sí solo garantía de supervivencia. Y los bancos extranjeros deben participar en el proceso, ya que aportan conocimientos y tecnología, así como capital. También parece que son cada vez más los que piensan que la existencia de criterios claros para la intervención del sector público puede ser útil para evitar la tolerancia, y que esa intervención debe estar sujeta a ciertos principios. Debe ser oportuna, global, apolítica, transparente y, sobre todo, definitiva.

Ya se trate de fomentar la estabilidad financiera o de gestionar y resolver las crisis, efectuar recomendaciones y establecer unas normas de prácticas ejemplares es la tarea más fácil. La aplicación real de una buena política es mucho más difícil. Hay muchos obstáculos que pueden impedir hacerlo bien: la inercia, los intereses políticos y oligopolísticos creados, las frecuentes deficiencias de las leyes y de la ejecución de las sentencias judiciales y la insuficiente formación (y a veces remuneración) de los funcionarios públicos. Estos factores están presentes en todos los países, pero sobre todo en las economías de mercado emergentes. Para contrarrestarlos deben darse incentivos para hacer lo correcto: disciplina de mercado, vigilancia, ayuda técnica y financiera externa y, sobre todo, un mayor sentido del interés propio. Todo lo que se diga de las ventajas de contar con un sector financiero eficiente y seguro es poco. Los considerables esfuerzos que podría ser necesario realizar para conseguirlas bien valen la pena.

Actividades del Banco

La reciente serie de crisis financieras, de una intensidad y poder de contagio imprevistos, dio un nuevo impulso a la búsqueda de la estabilidad financiera y la mejora de la gestión del riesgo en las instituciones y los mercados. Los bancos centrales han estado al frente de los esfuerzos y las iniciativas en este campo. El BPI, dado su mandato básico y su larga experiencia en el fomento de la cooperación entre los bancos centrales, ha constituido un foro especialmente idóneo para prestar ayuda analítica y apoyo logístico en los debates entre los bancos centrales y otras autoridades responsables de la reglamentación. La estabilidad financiera ha sido el tema central de muchos de estos debates. Sin embargo, la enorme importancia dada a las cuestiones de la estabilidad sistémica no ha impedido que los bancos centrales también prestaran atención a su otra tarea fundamental: la formulación y la aplicación de la política monetaria. Dadas las numerosas interrelaciones entre la estabilidad financiera y la monetaria, estos temas han continuado ocupando un lugar prioritario en el orden del día de las reuniones periódicas y especiales organizadas y coordinadas por el BPI.

Durante el periodo examinado, el Banco también participó activamente en los trabajos de diversos grupos encargados de fomentar una sólida actividad financiera. Los tipos más importantes de participación han sido la realización de labores de secretaría para los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales (y sus suplentes) de los países del Grupo de los Diez y una participación activa en el Foro sobre la Estabilidad Financiera.

El atractivo del BPI como contraparte de los bancos centrales en sus operaciones financieras fue también evidente durante el último ejercicio. Se introdujeron nuevos instrumentos financieros y se aplicó la fijación competitiva de los precios para satisfacer las necesidades de inversión cada vez más sofisticadas de los clientes del Banco. Éstos valoraron la seguridad y la liquidez de los depósitos en el BPI, especialmente durante la transición al nuevo milenio. El Banco también continuó desempeñando su función tradicional de agente y fideicomisario en muy diversas transacciones financieras.

En este capítulo se ofrece una visión panorámica de las principales actividades realizadas por el Banco durante el último ejercicio. Los informes mencionados a continuación, así como los documentos de trabajo y otras publicaciones económicas, pueden consultarse en la página de Internet del BPI (www.bis.org) u obtenerse en copia impresa previa petición.

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

Al igual que en años anteriores, el Banco contribuyó a la cooperación entre los bancos centrales organizando reuniones periódicas entre sus gobernadores

y altos responsables, así como realizando labores de secretaría para algunos comités que trabajan para los gobernadores de los bancos centrales de los países del G10. Una destacada característica de las reuniones del año pasado fue la creciente participación de los bancos centrales de las economías de mercado emergentes sistémicamente importantes. La Oficina de Representación del BPI para Asia y el Pacífico ha sido un importante catalizador a este respecto. Otra iniciativa reciente, el Instituto para la Estabilidad Financiera (IEF), ha dado impulso a la difusión mundial de las normas y las prácticas ejemplares para una actividad financiera sólida.

Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras

En el contexto de las reuniones bimestrales del Consejo de Administración del BPI, los gobernadores de los bancos centrales se reunieron en tres grupos: los países industrializados del G10; los países de un grupo más amplio que reúne a los gobernadores del G10 y a sus contrapartes de los mercados emergentes sistémicamente importantes, y otro grupo aún más amplio formado por los gobernadores de todos los bancos centrales que son accionistas del BPI.

El objetivo de las *reuniones de los gobernadores de los bancos centrales de los principales países industrializados y economías de mercado emergentes* es el intercambio de puntos de vista y de información sobre la situación actual de la economía y de los mercados financieros mundiales, así como la identificación de las posibles vulnerabilidades a medio plazo. En el año examinado, los debates confirmaron con satisfacción el crecimiento mejorado y más equilibrado de la economía mundial, en un contexto en el que los precios se comportaron bien en general. No obstante, los gobernadores manifestaron su preocupación por la aparición de grandes desequilibrios en y entre algunas economías, y examinaron las consecuencias que podría tener una variación brusca de las relaciones entre los tipos de cambio de las principales monedas y/o una considerable corrección de los precios de los activos, así como las medidas que podrían tomarse en respuesta.

La coyuntura económica y financiera también continuó ocupando un destacado lugar en el orden del día de las *reuniones de los gobernadores de los países del G10*. Éstos debatieron igualmente diversos informes elaborados por varios comités permanentes (véase más adelante), algunos de los cuales fueron aprobados para su publicación posterior. Los debates también giraron en torno a cuestiones de interés actual para los bancos centrales, como la revisión propuesta del Acuerdo de Basilea sobre Recursos Propios de 1988, diversas consideraciones relacionadas con la liquidez en la transición al año 2000 y la gestión y la prevención de las crisis financieras.

En las *reuniones de los gobernadores de todos los bancos centrales que son accionistas del BPI* celebradas durante el último ejercicio se trataron una amplia variedad de temas que preocupan actualmente a las autoridades monetarias. Dado que está estudiándose el papel que pueden desempeñar las calificaciones de las agencias especializadas en las nuevas reglamentaciones sobre los fondos propios, los gobernadores analizaron las consecuencias más generales de ese papel para las operaciones de estas agencias. Otros temas relacionados con la estabilidad financiera fueron la posibilidad de que los fondos de cobertura

perturben el funcionamiento de los mercados financieros, y la elaboración y el funcionamiento de redes de seguridad financieras. El grupo más amplio de gobernadores debatió asimismo la gestión de la política monetaria en un sistema de flotación cambiaria, el reforzamiento de los sistemas financieros asiáticos, la repercusión del euro en los mercados financieros y en las decisiones de cartera y la importancia de la independencia, la responsabilidad y la transparencia de los bancos centrales para tomar buenas decisiones.

Entre las demás reuniones periódicas organizadas por el Banco el año pasado se encuentran las del Comité sobre el Oro y las Divisas de los bancos centrales del G10. Un tema recurrente fue el primer año de existencia del euro. Además, los economistas de los bancos centrales de los principales países industrializados se reunieron a finales de 1999 para analizar el crecimiento de los mercados financieros internacionales y sus consecuencias para la estabilidad monetaria y financiera. En una reunión similar celebrada a principios del año 2000, en la que también participaron los bancos centrales de los mercados emergentes, se examinó la situación actual de la economía mundial.

El Banco ha continuado recogiendo, analizando y difundiendo información sobre las actividades de los bancos centrales y sobre la manera en que las realizan. Esta labor se ha efectuado bajo los auspicios del Central Bank Governance Steering Group, formado por los gobernadores de los bancos centrales de algunos países industrializados y economías de mercado emergentes. El objetivo consiste en suministrar información comparativa que ayude a los bancos centrales a mejorar su funcionamiento. El año pasado, se estudió el alcance y la naturaleza de los mandatos de los bancos centrales, así como la relación entre la autonomía, la transparencia y la responsabilidad.

El creciente carácter mundial de la labor de cooperación del Banco se tradujo en un número de reuniones cada vez mayor, en las que participaron principalmente altos responsables de los bancos centrales de las economías de mercado emergentes. Durante el periodo examinado, se celebraron dos reuniones de trabajo regionales fuera de Basilea para debatir cuestiones estratégicas relacionadas con la política monetaria. La primera fue organizada conjuntamente con el Banco Central de la República Argentina, y en ella se abordaron los problemas de la política monetaria en América Latina. La segunda, celebrada en Asia, fue organizada en colaboración con el Banco de Corea. Además, los subgobernadores de las economías de mercado emergentes más importantes se reunieron en Basilea para debatir en profundidad la gestión de la deuda y de la liquidez. Por último, una importante y nueva iniciativa fue la organización de una reunión a la que asistieron los subgobernadores de los bancos centrales de África. En la sesión inaugural, se trató del desarrollo del sector financiero en África.

Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes

Tres comités creados por los bancos centrales del G10 bajo los auspicios del BPI han contribuido significativamente a fomentar la estabilidad financiera en los últimos veinticinco años. Esta cuestión se ha analizado desde tres ángulos distintos: la solidez institucional (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), el

funcionamiento eficiente de los mercados (Comité sobre el Sistema Financiero Global) y un elemento clave de la infraestructura del sistema financiero (Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación).

Dada la diversidad de perspectivas, durante los últimos años los comités han participado activamente en varios esfuerzos conjuntos dentro del área de la estabilidad financiera y más recientemente en relación con el Foro sobre la Estabilidad Financiera, en el que participan todos los comités. Asimismo, el Comité de Basilea y el CSPL, junto con el propio BPI, participaron en el proceso de consultas para redactar el Código de prácticas ejemplares sobre transparencia en política monetaria y financiera del FMI, incluido el Documento de apoyo a este código.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

El año pasado, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea lanzó varias iniciativas que proporcionan algunas orientaciones sobre cuestiones fundamentales de supervisión bancaria y destacan el papel desempeñado por los programas eficientes de supervisión bancaria en el sistema financiero mundial. Los intentos de reformar el Acuerdo de Basilea sobre Recursos Propios de 1988 culminó en la publicación en junio de 1999 de un documento de consulta, en el que se formuló un nuevo marco. Ésta es la mayor iniciativa emprendida por el Comité de Basilea y la que ha exigido más recursos. Desde que se puso en práctica, el Acuerdo de 1988 se ha adoptado en más de 130 países de todo el mundo. Las nuevas modificaciones propuestas tienen por objeto mejorar la manera en que las exigencias mínimas de fondos propios reflejan los riesgos subyacentes, así como abordar mejor las innovaciones financieras producidas en los últimos años. También pretenden tener en cuenta las mejoras realizadas en la medición y el control del riesgo y proporcionar incentivos para seguir mejorándolos. Aunque el acuerdo continúa centrando la atención en los grandes bancos, los principios subyacentes deberían poder aplicarse en los bancos de todos los países, cualquiera que sea su complejidad y sofisticación.

El marco propuesto consta de tres pilares esenciales y complementarios: las exigencias mínimas de fondos propios, que tratan de desarrollar y ampliar las normas estandarizadas establecidas en el Acuerdo de 1988; el análisis prudencial del nivel de recursos propios y del proceso de evaluación interna de las instituciones, y la utilización eficaz de la disciplina del mercado para reforzar la difusión de información y fomentar las prácticas bancarias seguras y sólidas. Por lo que se refiere al primer pilar, el Comité ha propuesto dos grandes enfoques: uno estandarizado mejorado, basado en los fundamentos del acuerdo actual, y otro basado en la evaluación del riesgo realizada por los propios bancos. El Comité cree que se trata de un importante paso para equilibrar mejor el nivel de recursos propios con el riesgo subyacente.

La publicación de estas y otras propuestas en el documento de consulta de junio de 1999 ha suscitado un gran debate interno, así como entre las autoridades supervisoras y financieras de todo el mundo. El periodo de consultas terminó el 31 de marzo de 2000 y suscitó más de 200 comentarios escritos, que resultarán útiles al Comité para proseguir sus deliberaciones y redactar un exhaustivo conjunto de propuestas.

El Comité de Basilea desempeña un papel fundamental en el desarrollo de unas normas mundiales para la reglamentación y la supervisión prudenciales. Un gran número de países ha declarado su intención de aplicar estas normas, denominadas Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz. También son utilizadas por el FMI y por el Banco Mundial para evaluar la eficacia de la supervisión bancaria en los distintos países. Un importante cauce para su difusión es el Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos del Comité de Basilea, en el que participan los supervisores de muchos países que no pertenecen al G10, así como el FMI y el Banco Mundial. En octubre de 1999, el Comité publicó la Metodología de los Principios Básicos, que tiene por objeto ayudar a los evaluadores a aplicar los Principios definiendo los criterios esenciales y complementarios para cada uno de ellos.

Otros documentos sobre política económica y de consulta publicados recientemente por el Comité de Basilea abarcan una amplia variedad de temas, como la gestión de las empresas (septiembre de 1999), el riesgo crediticio (julio de 1999), las instituciones muy apalancadas (enero de 1999 y enero de 2000), la contabilización de los créditos (julio de 1999), la transparencia y la divulgación de información (julio de 1999 y enero de 2000) y el cambio de año (septiembre de 1999 y marzo de 2000). Estos artículos se difunden cuando se publican, pero los que se refieren a la política económica también forman parte del Compendio del Comité de Basilea, editado a principios de cada año.

En los últimos años, el Comité ha ido ampliando mucho sus relaciones con los supervisores de países que no son miembros, con la idea de reforzar las normas prudenciales en todos los grandes mercados. A medida que han ido intensificándose estos contactos, las declaraciones del Comité han sido cada vez más influyentes como normas a las que aspiran las autoridades supervisoras tanto de los países desarrollados como de los mercados emergentes. El Comité de Basilea ha contribuido a reforzar los sistemas financieros de los mercados emergentes mediante su cooperación con los supervisores de los países que no pertenecen al G10, así como la divulgación de información y orientaciones sobre importantes cuestiones bancarias. El Comité contribuye, además, a impartir formación y ayuda técnica, últimamente a través del Instituto para la Estabilidad Financiera (véase más adelante). También sirve de cauce eficiente de comunicación actualizando y distribuyendo periódicamente la "Lista de contactos de los supervisores bancarios", así como patrocinando y organizando la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (CISB), iniciada por el Comité de Basilea en 1979 y que se celebra cada dos años. La undécima se llevará a cabo en Basilea en septiembre de 2000, y será organizada conjuntamente por el Banco Nacional Suizo, la Comisión Federal de Bancos de Suiza y el BPI. Los temas de este año serán a) la revisión del Acuerdo sobre Recursos Propios y b) el sector financiero en el siglo XXI. La asistencia a la CISB se ha duplicado desde que comenzó, y se espera que en septiembre de 2000 asistan 300 delegados de 120 países.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

Durante el periodo examinado, el CSFG continuó con el seguimiento de la marcha de los mercados financieros internacionales y la evaluación de

cuestiones específicas relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero mundial, especialmente las vulnerabilidades de los mercados financieros mundiales, así como de las economías industrializadas y emergentes sistemáticamente importantes.

Los temas específicos abordados fueron la creación de mercados de títulos líquidos, la dinámica de los mercados en los periodos de dificultades, la transparencia en la información suministrada a los agentes y la mejora de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En mayo de 1999, el Comité publicó un informe sobre la liquidez de los mercados que contenía resultados de investigaciones y algunas consecuencias para la actuación de las autoridades. En octubre de 1999, se publicó otro informe con recomendaciones específicas para desarrollar unos mercados de bonos del Estado profundos y líquidos. Las recomendaciones se referían a cinco aspectos: las estrategias de gestión de la deuda, la tributación, la transparencia, las reglas y la infraestructura de contratación y el desarrollo de los mercados de acuerdos de recompra, futuros y opciones.

El CSFG prestó especial atención a la cuestión de la dinámica de los mercados financieros en los periodos de tensiones. Un estudio sobre los acontecimientos ocurridos en estos mercados durante el segundo semestre de 1998, publicado en octubre de 1999, analiza las causas del repentino aumento de las primas de riesgo y de liquidez, así como la rapidez con la que los mercados se estabilizaron posteriormente. El informe centra la atención en los mecanismos que provocaron la evaporación de la liquidez del mercado en muy diversos segmentos y amplificaron las variaciones de los precios relativos de los activos. Entre ellos se encuentran la inadecuada evaluación de los riesgos de contraparte, que permitió a algunas instituciones utilizar excesivamente el apalancamiento; la emulación general de ciertas estrategias de financiación, contratación y gestión del riesgo; la incapacidad para tener en cuenta en los sistemas de gestión del riesgo la posible interacción entre la liquidez del mercado y la formación de los precios; los sistemas de remuneración que llevan a centrar la atención en las decisiones a corto plazo, y la falta de datos agregados sobre las posiciones.

El CSFG también creó un grupo de trabajo para investigar la utilización actual de simulaciones de crisis (*stress testing*) en las grandes instituciones financieras y explorar la posibilidad de que los resultados de estas simulaciones aporten información útil a las autoridades y los operadores. El informe del grupo resumía las prácticas actuales en la simulación de crisis, analizaba algunas de sus limitaciones y reconocía las dificultades prácticas para sintetizar los resultados. Para seguir la marcha de esta iniciativa, el CSFG decidió realizar un análisis de los escenarios utilizados por los gestores de riesgos. A principios del año 2000, estaban realizándose sendos estudios sobre la posible repercusión en la dinámica de los mercados financieros del creciente uso de garantías y sobre las implicaciones de los sistemas de contratación electrónica para el funcionamiento de los mercados financieros.

El año pasado, el CSFG siguió cooperando con el FMI en la elaboración de normas de divulgación de información por las autoridades nacionales. Tras la producción conjunta en 1998 de un modelo de divulgación de información

sobre las reservas de divisas, el CSFG cooperó con el FMI en un documento más detallado, que contenía directrices para la aplicación de este modelo en el contexto de la Norma Especial de Difusión de Datos del FMI. Por otra parte, el CSFG debatió a lo largo del año algunas cuestiones relacionadas con la transparencia en la información suministrada por los agentes privados. Un grupo de trabajo, que reúne a varios grupos de autoridades internacionales encargadas de la reglamentación, está analizando la manera de mejorar la divulgación de información sobre el perfil de riesgo de un amplio espectro de instituciones financieras.

Por último, el CSFG continuó desempeñando su papel tradicional de supervisar y examinar las mejoras de las estadísticas bancarias del BPI. En este sentido, se propuso la remodelación de las estadísticas bancarias consolidadas para poner más énfasis en el concepto de riesgo último. También se reforzará la cobertura de las exposiciones sobre derivados y los pasivos contingentes.

Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación

Durante el periodo examinado, el CSPL continuó esforzándose en fomentar los sistemas sólidos de pago y liquidación para reforzar así la infraestructura de los mercados financieros y reducir el riesgo sistémico. Al mismo tiempo, intensificó su colaboración con otros grupos internacionales, especialmente con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), y está asociando a sus trabajos a un creciente grupo de bancos centrales de países que no pertenecen al G10.

En diciembre de 1999, el Grupo de Trabajo sobre Principios y Prácticas del Sistema de Pago del CSPL, formado por los bancos centrales del G10 y un número igual de bancos centrales que no pertenecen a él, así como por el BCE, el FMI y el Banco Mundial, publicó un documento de consulta titulado "Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes". Este informe estará terminado en el año 2000, teniendo en cuenta los comentarios realizados por las partes interesadas.

Otro gran esfuerzo de colaboración fue la creación del Grupo de Trabajo Conjunto CSPL/OICV a finales de 1999. Este Grupo formulará algunas recomendaciones para los sistemas de pago en las operaciones con títulos e identificará las condiciones mínimas que deben cumplir estos sistemas para reducir en el mayor grado posible los riesgos sistémicos a escala tanto nacional como internacional. Las recomendaciones también abordarán algunas cuestiones que plantean los pagos internacionales, como las relaciones entre los sistemas de pago de los distintos países.

El Grupo de Trabajo Conjunto CSPL/OICV sobre Préstamos Temporales de Títulos publicó en julio de 1999 su informe *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*. Este informe ofrece una visión panorámica de la dinámica del mercado, así como de las motivaciones de estos préstamos, y analiza cuestiones jurídicas, reglamentarias, fiscales y contables. También se ocupa de los riesgos aún presentes en estas transacciones y de las prácticas y procedimientos que podrían adoptar los operadores para gestionarlos y reducirlos.

El CSPL ha continuado con el seguimiento y fomento del desarrollo de sistemas en el sector privado que reduzcan el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas y ha animado a los bancos centrales de todo el mundo a adoptar estrategias para hacer frente a este riesgo. Para ayudarlos a formular y aplicar tales estrategias, ha elaborado un “manual” de documentos relevantes sobre el tema, ya enviado a las autoridades de más de 50 países. El CSPL también ha trabajado en estrecha colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para facilitar unas líneas directrices a los supervisores sobre el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas.

Para evaluar correctamente los retos que plantean las innovaciones recientes y esperadas en el área de los pagos de pequeña cuantía, el Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Pequeña Cuantía del Comité está analizando los instrumentos y sistemas utilizados y las cuestiones que plantean a las autoridades. En un informe publicado en septiembre de 1999, el Grupo identificó y analizó las tendencias recientes y previstas en el uso de estos sistemas. Un segundo informe, que se publicará a mediados del año 2000, analizará los sistemas de compensación y liquidación de pagos de pequeña cuantía. Por lo que se refiere al dinero electrónico, el Comité, a través de su Secretaría en el BPI, ha seguido observando atentamente la evolución mundial de los productos basados en tarjetas y redes.

El Comité ha continuado reforzando su cooperación con los bancos centrales de los países que no pertenecen al G10, especialmente con los de las economías de mercado emergentes. Son varios los bancos centrales o grupos regionales de bancos centrales que están elaborando —con la ayuda de la Secretaría del Comité en el BPI— publicaciones en las que se describe el sistema de pagos de su país o área geográfica. El Comité también ha dado su apoyo a las reuniones de trabajo y seminarios sobre el sistema de pagos, organizados por el BPI en colaboración con grupos regionales de bancos centrales. Tras su primera reunión celebrada fuera de Basilea en mayo de 1999, el Comité organizó una reunión de trabajo en Hong Kong para las autoridades de bancos centrales y autoridades monetarias de la región del Pacífico asiático, a la que asistieron más de 26 instituciones. Las actas se publicaron en diciembre de 1999.

En otras áreas de cooperación, el Comité, a través de su Secretaría, ha apoyado activamente la iniciativa del Banco Mundial sobre la compensación y la liquidación de pagos y de operaciones con títulos en el hemisferio occidental y ha aportado algunas líneas directrices. El CSPL ha cooperado, además, con el Grupo de Expertos en Informática sobre cuestiones de riesgo operativo y de autenticación electrónica, y ha participado en el Grupo de Trabajo del G10 sobre la Concentración del Sector Financiero.

Oficina de Representación para Asia y el Pacífico

La Oficina de Representación para Asia y el Pacífico, situada en la región administrativa especial de Hong Kong, ha realizado desde su apertura, en julio de 1998, algunas actividades destinadas a mejorar el intercambio de información y la cooperación entre los bancos centrales de la región, así como con los bancos centrales del resto del mundo. Entre estas actividades se encuentran las

siguientes: 1) organizar reuniones de los responsables de los bancos centrales de la región y de fuera de ella; 2) contribuir a las investigaciones y análisis financieros y económicos del Banco en la región del Pacífico asiático, y 3) fomentar las relaciones de negocios bancarios del BPI con los bancos centrales regionales.

Durante el periodo examinado, la Oficina colaboró activamente en una docena de reuniones celebradas en la región, entre las que figura una de responsables de los bancos centrales, en junio de 1999, para analizar la gestión del riesgo en la inversión de reservas internacionales. Una reunión especial de gobernadores, celebrada en enero de 2000 en Singapur, brindó la oportunidad de analizar la situación financiera mundial y examinar la gestión de la deuda y la liquidez nacionales. En marzo se celebró otra reunión de auditores internos, en la que se compararon los cambios recientes y la evolución de su área de interés.

La Oficina también organizó una serie de encuentros en la región para contribuir a los trabajos de los comités radicados en Basilea, y ha colaborado estrechamente con los grupos regionales de bancos centrales. En mayo de 1999, organizó conjuntamente con el CSPL una reunión de este comité y una reunión regional de trabajo (véase más arriba). En septiembre de 1999, albergó un encuentro regional del Consejo Conjunto del Año 2000 en el que se examinaron los preparativos que estaban realizándose para el cambio de año. También contribuyó a la organización de un seminario de las autoridades de los mercados financieros sobre el riesgo crediticio. Asimismo, en Hong Kong se reunieron el año pasado algunos subcomités del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Además, en noviembre de 1999 la Oficina fue sede de la reunión de un grupo de trabajo del Foro sobre la Estabilidad Financiera, dedicada a la aplicación de las normas. En marzo de 2000, participó en un foro del EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks) en el que se pasó revista a la evolución de los mercados de divisas y afines y al que aportó sus análisis. Además de redactar documentos de trabajo para estas reuniones, los economistas de la Oficina se han ocupado de temas de interés para los bancos centrales de la región y de otros países. La Oficina también ha contribuido al estudio del Foro sobre la Estabilidad Financiera acerca de la repercusión de las instituciones muy apalancadas en la dinámica del mercado.

En el terreno de la banca, el BPI ha decidido establecer una sala de contratación en la Oficina para servir mejor a los bancos centrales de la región. Se espera que comience a funcionar a finales del año 2000.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El IEF es una iniciativa conjunta del Banco de Pagos Internacionales y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, cuya misión consiste en contribuir a mejorar los sistemas financieros de todo el mundo, inicialmente reforzando la supervisión prudencial. Desde que comenzó su programa a mediados de 1999, se ha ocupado principalmente de cuestiones bancarias, dado que la banca es la principal forma de intermediación financiera en muchas partes del mundo. Poco a poco, se ocupará también de la supervisión en materia de títulos y seguros.

Durante su primer año, el IEF ha ofrecido a los altos responsables de la supervisión seminarios sobre gestión del riesgo, tecnología de la información,

riesgo operativo, fraude, supervisión consolidada y gestión de las empresas, y ha organizado seminarios especiales sobre el nivel adecuado de recursos propios y sobre la garantía de depósitos. También ha celebrado una serie de seminarios y reuniones de trabajo regionales sobre problemas y soluciones comunes en materia de supervisión. Los programas se basan en los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz y en la Metodología correspondiente, y hacen hincapié tanto en los conceptos subyacentes como en las técnicas de aplicación. El IEF también ha proporcionado a los altos responsables de la supervisión información —procedente tanto de fuentes oficiales como de fuentes del mercado— sobre los últimos acontecimientos en este campo, así como acerca de cuestiones fundamentales que afectan a la supervisión bancaria, con el fin de contribuir a mejorar la supervisión y reglamentación de las actividades financieras.

Los programas tienen por objeto satisfacer las necesidades de las autoridades encargadas de la supervisión bancaria, expresadas por 120 países en una encuesta realizada por el IEF en la primavera de 1999. Desde entonces, el IEF ha organizado 19 reuniones con la participación de 121 países, de modo que ha habido una representación equilibrada de todas las regiones del mundo. Algunas de estas reuniones se han celebrado conjuntamente con grupos regionales de supervisores. El IEF también ha presentado sus actividades en conferencias de bancos de desarrollo regionales y en reuniones anuales de grupos regionales de supervisores, con el fin de tomar en consideración todas las cuestiones relevantes y estar en permanente contacto con su audiencia mundial.

El IEF coordina las actividades y colabora con otras organizaciones ofreciendo programas de ayuda a los supervisores financieros. Existe una estrecha relación de trabajo con el Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision. De igual modo, se han programado seminarios conjuntos con el Toronto Centre, con la OICV y con la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros.

El programa del IEF tiene por objeto ofrecer diversos seminarios y técnicas para conocer mejor las necesidades de los países a los que va dirigido. Las consultas que realiza el FMI en aplicación del Artículo IV y las reuniones de trabajo del IEF sobre la evaluación de los progresos realizados indican claramente que es necesario abordar en profundidad muchas cuestiones relacionadas con la supervisión. Se han realizado importantes avances, pero queda mucho por hacer para llevar a cabo la difícil tarea de poner en práctica unos sistemas eficaces de supervisión en muchos países.

2. Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

Grupo de los Diez

El BPI ha contribuido tradicionalmente, en cuanto institución observadora y con sus labores de secretaría, a las tareas de los ministros de Hacienda y los gobernadores y subgobernadores de los países del Grupo de los Diez y de

los grupos de trabajo constituidos bajo sus auspicios. Durante el periodo examinado, el G10 centró su atención en las mejoras del funcionamiento de los mercados de bonos de los mercados emergentes y en la contribución que puedan tener los cambios en las prácticas de contratación. Para comprender mejor las implicaciones del uso de las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de bonos soberanos, el G10 mantiene un diálogo permanente con el sector privado. Los países del G10 también han examinado la posibilidad de utilizar esas cláusulas en sus propias emisiones de bonos.

Uno de los cambios más notables que se han producido en el panorama financiero de muchos países industrializados durante los últimos años ha sido la aceleración del proceso de concentración. Durante el periodo examinado, el G10 creó un grupo de trabajo para analizar las fuerzas que impulsan estos cambios y evaluar sus consecuencias más generales. Este grupo analizó seis cuestiones: pautas de concentración financiera; causas de la concentración; consecuencias de la concentración para el riesgo financiero; gestión de la política monetaria; competencia y movimientos crediticios, y sistemas de pago y liquidación. Se espera que presente su informe a los ministros y gobernadores a finales del año 2000.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El FEF fue creado por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G7 en febrero de 1999, con el fin de fomentar la estabilidad financiera internacional mejorando el intercambio de información y la cooperación en la supervisión y la vigilancia de los sistemas financieros. Está formado por autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en los centros financieros internacionales más grandes, instituciones financieras internacionales, órganos internacionales de supervisión y reglamentación y grupos de expertos de bancos centrales. Lo preside a título personal Andrew Crockett, Director General del BPI. Puede encontrarse información detallada sobre el foro, junto con los informes que ha aprobado, en su página de Internet (www.fsforum.org). La página del FEF también contiene información sobre oportunidades de formación en todo el mundo en el campo de la supervisión financiera; se trata de un proyecto conjunto del FMI, el Banco Mundial y el BPI.

En la reunión celebrada los días 25 y 26 de marzo de 2000 en Singapur, el Foro aprobó las recomendaciones de tres grupos de trabajo formuladas en abril del año pasado para resolver los problemas relacionados con las instituciones muy apalancadas, los movimientos de capitales y los centros financieros extraterritoriales.

El grupo de trabajo sobre las instituciones muy apalancadas recomendó una serie de medidas para afrontar los problemas que plantean las actividades de estas instituciones (especialmente los fondos de cobertura) en lo que se refiere al riesgo sistémico y a la dinámica del mercado. Entre las medidas fundamentales se encuentran el reforzamiento de las prácticas de gestión del riesgo de estas instituciones y de sus contrapartes, la mejora de la supervisión reglamentaria de los que les suministran créditos y el aumento de la divulgación de información por estas instituciones y sus contrapartes. El grupo también analizó, pero no recomendó en esta fase, la regulación directa de las instituciones

muy apalancadas que actualmente no están reguladas. Asimismo, hizo hincapié en que se reconsideraría la regulación directa si el análisis que se llevará a cabo en el año 2001 revelara que la aplicación de las recomendaciones del informe no estaba resolviendo debidamente los problemas identificados.

El grupo de trabajo sobre los movimientos de capitales recomendó que las autoridades nacionales establecieran un marco de gestión del riesgo para observar y evaluar los riesgos que corren sus economías como consecuencia de los grandes y volátiles movimientos de capitales. El FMI y el Banco Mundial, animados por el FEF, están elaborando una serie de líneas directrices para una práctica sólida en la gestión de la deuda y la liquidez de los Estados. El informe del grupo señala algunas medidas importantes con las que las autoridades nacionales y los organismos internacionales podrían contribuir al proceso de mejorar los procedimientos de gestión del riesgo en otros sectores de la economía, por ejemplo resolviendo las lagunas estadísticas, fomentando la transparencia y eliminando las leyes y las reglamentaciones que fomentan involuntariamente la conducta imprudente.

El grupo de trabajo sobre los centros financieros extraterritoriales llegó a la conclusión de que, si éstos aplicaran mejor las normas internacionales, especialmente las relativas a la reglamentación y la supervisión, la divulgación y el intercambio de información, disminuiría la preocupación por algunos centros financieros extraterritoriales. Las recomendaciones del grupo definen un proceso para evaluar el cumplimiento de las normas internacionales de supervisión por parte de estos centros, identifican las normas cuya aplicación y evaluación es prioritaria y proponen diversos incentivos aplicables para que cumplan las normas internacionales. El Foro subrayó que es urgente dotar este marco de un carácter operativo. El grupo de trabajo también clasificó los centros financieros extraterritoriales, en función de una encuesta realizada a autoridades encargadas de la supervisión y la reglamentación de centros territoriales y extraterritoriales, con el fin de ayudar a fijar las prioridades para el proceso de evaluación de las normas recomendado por el grupo de trabajo.

El Foro analizó la mejor manera de fomentar la aplicación de las normas internacionales para reforzar los sistemas financieros, basándose en un informe elaborado por un grupo de trabajo creado en septiembre del año pasado. Aprobó 12 normas internacionales básicas especialmente importantes para la solidez de los sistemas financieros, que los países deben tratar de poner en práctica prioritariamente, dependiendo de sus circunstancias. Esta serie de normas básicas se pondrá de relieve en el Compendio de Normas del Foro, que reúne las normas aceptadas internacionalmente e importantes para la solidez de los sistemas financieros, y se encuentra en la página de Internet del Foro.

El Foro también estableció un grupo de trabajo para elaborar unas líneas directrices internacionales sobre los sistemas de garantía de depósitos, y emprendió un estudio sobre la evolución del sector de los seguros. Sus debates dieron impulso a los trabajos que estaban realizándose en otros foros, entre los que cabe destacar un análisis, en colaboración con el Foro Conjunto que agrupa al Comité de Basilea, la OICV y la IAIS, de la coherencia entre los mecanismos de recursos propios de los bancos, las sociedades de valores y las compañías de seguros.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

El BPI ha albergado la Secretaría de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) desde que se estableció en enero de 1998. La IAIS, similar al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, pero 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 normas prácticas, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros.

Hasta ahora ha publicado varios principios, normas y líneas directrices para la supervisión internacional de los seguros. Entre los trabajos publicados se encuentran los siguientes: Insurance Core Principles, Insurance Concordat, Principles for the Conduct of Insurance Business, Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies, el modelo Memorandum of Understanding y Supervisory Standards on Licensing, On-Site Inspections, Derivatives and Asset Management. La IAIS también ha elaborado, en colaboración con otros organismos reguladores internacionales (el Foro Conjunto), unos principios para la supervisión de los conglomerados financieros. Además, participa activamente en el Foro sobre la Estabilidad Financiera.

La IAIS está formulando actualmente unas normas en las áreas de la solvencia (nivel adecuado de recursos propios), la contabilidad, el reaseguro, el riesgo de mercado, el comercio electrónico, la transparencia, la coordinación de la supervisión de los grupos internacionales de seguros y la prevención de los delitos financieros y de las infracciones de la reglamentación.

La IAIS ha organizado varios programas de formación y ha facilitado documentos de formación a los supervisores de seguros, con el fin de ayudar a los miembros a cumplir sus normas de supervisión. En 1999, organizó diversos seminarios regionales de formación para supervisores de seguros en Asia (Singapur en febrero), América Latina (Argentina en abril), Europa central y oriental (Polonia en mayo), África (Sudáfrica en julio), todos los mercados emergentes (Tokio en septiembre) y jurisdicciones extraterritoriales (Aruba en noviembre).

Consejo Conjunto del Año 2000

El Consejo Conjunto del Año 2000, creado en abril de 1998 por el Comité de Basilea, el CSPL, la OICV y la IAIS, continuó tomando iniciativas el año pasado para resolver los problemas que pudiera plantear el cambio de año en el seno de la comunidad de responsables de la reglamentación, así como entre las organizaciones del mercado financiero públicas y privadas. A comienzos de 1999, existían indicios de que estaban realizándose claros progresos en la preparación de la infraestructura financiera mundial para el cambio de año. No obstante, se consideró que existían riesgos significativos para la estabilidad de los mercados. Entre ellos se encontraban la incertidumbre sobre el grado de preparación de las empresas y los mercados, la posibilidad de que fallaran las principales infraestructuras de apoyo, como la electricidad, las telecomunicaciones y el agua, y la posibilidad de que el público en general reaccionara excesivamente. El Consejo fue dedicando, por consiguiente, más

atención a los procedimientos de reducción de los riesgos, la comunicación con el público y la gestión de los incidentes.

El Consejo intensificó su comunicación con la comunidad reguladora mundial por medio de diversos documentos de política general, boletines, notas de ayuda y reuniones. La celebración de una segunda gran mesa redonda en julio de 1999 brindó una oportunidad única a los altos responsables de la política económica y a ejecutivos del sector privado para debatir estrategias que redujeran en el mayor grado posible la incertidumbre y las perturbaciones en los mercados durante la transición al año 2000.

Para ayudar a las autoridades del mercado a prepararse para la transición y comprender las expectativas y la estrategia del sector privado, el Consejo elaboró una estrategia de seguimiento con el fin de facilitar a sus organizaciones patrocinadoras y a los bancos centrales de los centros financieros clave la identificación de las cuestiones fundamentales y lo que iba ocurriendo.

El Consejo, consciente de que una comunicación internacional eficiente entre las autoridades del mercado sería un ingrediente fundamental para que la transición al año 2000 fuera fluida en los mercados financieros, creó una infraestructura de intercambio de información (Market Authorities Communication Services, MACS) en el segundo semestre de 1999 con el fin de satisfacer las necesidades internacionales de información de la comunidad reguladora. Entre los servicios prestados por MACS se encontraban una lista de contactos de responsables de la reglamentación de los principales mercados, la obtención y difusión de información sobre la situación operativa de componentes clave de estos mercados y la organización de teleconferencias. MACS, gestionado por la Secretaría del Consejo en el BPI, facilitó, por medio de una página de Internet específica y mediante teleconferencias, la comunicación entre las autoridades de los mercados financieros de todo el mundo durante el periodo crítico de la transición. En conjunto, las actividades del Consejo prepararon eficazmente a las autoridades de los mercados financieros para el cambio de año y les brindaron ayuda durante la transición al nuevo milenio.

3. Otros tipos de cooperación con los bancos centrales

Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales

Los trabajos del BPI y de los comités que alberga han reflejado tanto la aceleración de la globalización como el aumento de la cooperación regional entre los bancos centrales de distintas partes del mundo. Para fomentar la interacción entre los bancos centrales que comparten retos económicos, financieros y políticos similares, el BPI y los comités radicados en Basilea intensificaron sus contactos con diversos grupos regionales de bancos centrales durante el periodo examinado: FMA (Fondo Monetario Árabe), CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), SADC (Southern African Development Community) y SEACEN (South-East Asian Central Banks).

Al igual que en años anteriores, los representantes del BPI fueron invitados a tomar la palabra en las reuniones regionales de gobernadores, así como a participar en las reuniones de trabajo y seminarios sobre temas específicos relacionados con la estabilidad monetaria y financiera. Los distintos grupos regionales también ayudaron al BPI y a los comités a difundir las normas y las prácticas ejemplares entre los bancos centrales de sus regiones, realizando un creciente número de reuniones conjuntas con grupos radicados en Basilea. Por último, como se ha señalado más arriba, se organizaron diversas reuniones patrocinadas por el BPI en algunas regiones, las cuales congregaron a altos responsables de los distintos comités radicados en Basilea con sus homólogos de diferentes partes del mundo.

Por lo que se refiere a las necesidades de formación de los bancos centrales de los países en transición, el BPI continuó contribuyendo activamente a las labores del Joint Vienna Institute (patrocinado por el BPI, el BERD, el BIRF, el FMI, la OCDE y la OMT). El BPI también organizó, en estrecha coordinación con el IEF y diversos comités radicados en Basilea, varios seminarios para los bancos centrales y otras autoridades de los mercados financieros.

Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos

El año pasado, el número de participantes en el banco de datos del BPI, supervisado por el Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos, aumentó a 23 instituciones. Se trata de los bancos centrales de los países del G10 y de la UE, incluido el BCE, y de Australia, Nueva Zelandia y Noruega. Aparte de seguir esforzándose en aumentar el número de estadísticas macroeconómicas y financieras publicadas y mantenidas al día en el banco de datos, el año pasado se centró la atención en los retos y oportunidades que presentaba la transición al año 2000. Por otra parte, con el asesoramiento de un comité de coordinación formado por expertos en informática y en actividades operativas de los bancos centrales, se introdujo una tecnología más moderna y muy segura basada en Internet para el intercambio de datos electrónicos con el BPI (conocida con el nombre de Central Bank Information Services, CBIS). Por último, se puso en marcha, en colaboración con los bancos centrales y otras instituciones internacionales, un nuevo formato para el intercambio internacional de datos estadísticos genéricos (GESMES/CB). Estas innovaciones permitirán a los bancos centrales abandonar la conexión a través del ordenador central para intercambio de datos con el BPI, poner en marcha mejores servicios de comunicación para la transmisión masiva de datos a Basilea y lograr un acceso interactivo al banco de datos del BPI utilizando tecnología de Internet. También permitirá extender la participación en el banco de datos a los bancos centrales de las principales economías de mercado emergentes.

Grupo de Expertos en Informática

Las discusiones del Grupo de Expertos en Informática giraron en torno a los esfuerzos de los departamentos de informática de los bancos centrales para prepararse para la transición al año 2000; en ellas se trataron tanto las

cuestiones técnicas como los aspectos organizativos relacionados con el funcionamiento eficaz del sistema y con la ayuda en caso de problemas. La transición se logró con éxito, y algunas de las lecciones aprendidas, por ejemplo en el área de la planificación para emergencias, probablemente tendrán un alto valor en el futuro.

Durante el periodo examinado, los expertos y su grupo de trabajo sobre cuestiones de seguridad se esforzaron en establecer unas prácticas sólidas para los bancos centrales, y examinaron algunas medidas para hacer frente a la recurrente amenaza de los virus informáticos. El Grupo también estudió algunas medidas para hacer frente a los riesgos que plantean los códigos móviles malintencionados y los problemas de seguridad que pueden suscitar algunos componentes de programas muy utilizados. Se centró la atención en la importancia de la eficacia de las comunicaciones electrónicas y, en este contexto, en las necesidades de los bancos centrales para el intercambio de información a través de mecanismos extranet. Especialmente interesante en esta área fue la experiencia de los bancos centrales en la utilización cada vez más extendida de las tecnologías de Internet, su integración en el entorno existente anteriormente y la consecución de seguridad en redes amplias, por medio del establecimiento de redes privadas virtuales gracias a la criptografía basada en claves públicas.

4. Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco continuó desempeñando durante el año examinado sus funciones de fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes y Young (para más detalles sobre las funciones del Banco a este respecto, véase el 63º Informe Anual, de junio de 1993). Por lo que se refiere a estos bonos de consolidación, el Deutsche Bundesbank en su calidad de agente de pago notificó al Banco que en 1999 había pagado alrededor de 7,2 millones de marcos alemanes en concepto de reembolso del principal y 7,1 millones en concepto de intereses. Los valores de reembolso y otros detalles fueron publicados por la Bundesschuldenverwaltung (BSV, Administración de la Deuda Federal de Alemania) 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. También ha llamado la atención sobre el hecho de que la introducción del euro no entraña ningún cambio en lo que se refiere a estas reservas.

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 expresados en divisas, emitidos por países en aplicación de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Los

acuerdos de garantías actuales se refieren a los bonos brasileños (descritos detalladamente en el 64° Informe Anual, de junio de 1994), los bonos peruanos (véase el 67° Informe Anual, de junio de 1997) y los bonos de Côte d'Ivoire (véase el 68° Informe Anual, de junio de 1998).

5. Ayuda financiera a bancos centrales

En el marco de un programa de ayuda financiera internacional puesto en marcha para Brasil a finales de 1998, el BPI coordinó una línea de crédito de hasta 13.280 millones de dólares destinada al Banco Central do Brasil. Los fondos facilitados por el BPI por este concepto los respaldaron o garantizaron en su mayor parte los 19 bancos centrales participantes. Las autoridades monetarias japonesas también concedieron una línea de crédito paralela de hasta 1.250 millones de dólares. La utilización de ambas líneas se efectuó en conjunción con compras brasileñas en el marco de una línea de reservas complementaria del FMI.

El 18 de diciembre de 1998 se efectuó el primer uso, de 4.150 millones de dólares, de la línea de crédito del BPI, y se renovó parcialmente el 18 de junio de 1999 por una cantidad de 2.900 millones, que se devolvió enteramente el 20 de diciembre de ese mismo año. El 9 de abril de 1999 se efectuó una segunda retirada de 4.500 millones de dólares, renovada parcialmente el 12 de octubre de ese mismo año por una cantidad de 3.150 millones de dólares y devuelta enteramente el 12 de abril de 2000. En ambos casos, la línea de crédito japonesa facilitó cantidades proporcionales. Ambas líneas de crédito ya se han cerrado.

En el marco de su actividad normal de negocios, el BPI también efectuó durante el año varios anticipos a corto plazo, con o sin garantías, a bancos centrales.

6. Operaciones del Departamento Bancario

Al 31 de marzo de 2000, el balance era de 74.836 millones de francos oro, lo que constituye un récord al fin del ejercicio y representa un aumento del 13% con respecto al total de 66.237 millones registrados 12 meses antes. La modesta apreciación global que experimentó el dólar de Estados Unidos entre el comienzo y el fin del ejercicio tuvo una leve repercusión negativa (unos 180 millones de francos oro) en el total del balance.

Debido en parte a la preocupación de los clientes por la liquidez de los mercados financieros ante el cambio de año, el balance aumentó ininterrumpidamente el pasado otoño, hasta alcanzar un máximo de 87.049 millones de francos oro a finales de diciembre de 1999 (este total fue algo inferior a la cifra histórica de 89.466 millones registrada en diciembre de 1998). Al disminuir la preocupación por la liquidez, esta tendencia se invirtió en gran parte durante el primer trimestre de 2000.

Pasivo

Durante el último ejercicio, el BPI tomó medidas para seguir mejorando la calidad de los servicios financieros que ofrece exclusivamente a los bancos centrales y a las instituciones internacionales. La fijación de los precios se

hizo más competitiva en algunas áreas, y se facilitó a los clientes un nuevo producto de inversión colectiva. Las suscripciones de Medium-Term Instruments (MTI) en dólares de Estados Unidos continuaron aumentando, lo que animó al BPI a emitir también MTI en libras esterlinas y en euros.

Al 31 de marzo de 2000, los fondos recibidos en depósito en oro y divisas (excluidas las operaciones de recompra) sumaban un total de 68.724 millones de francos oro, frente a los 60.898 millones al cierre del ejercicio anterior. Los depósitos en oro disminuyeron en 373 millones de francos oro, pasando a un total de 2.820 millones, lo que representa un 4,1% del total de depósitos, mientras que un año antes representaban el 5,2%. En cambio, los depósitos en divisas crecieron nada menos que en 8.198 millones de francos oro durante ese mismo periodo. El nivel de depósitos en divisas puede fluctuar significativamente durante un año, dado que el Banco desempeña el papel de refugio cuando existe incertidumbre en el mercado y numerosos bancos centrales recurren frecuentemente a él para gestionar la liquidez. No obstante, el volumen medio diario de depósitos en divisas fue un 3,3% mayor que en el ejercicio anterior, aumento al que contribuyó el crecimiento global de las reservas mundiales de divisas, así como la comercialización más activa de una mayor variedad de productos financieros del BPI.

Los fondos recibidos en dólares de Estados Unidos experimentaron un aumento de 5.000 millones de francos oro (13,1%) en comparación con el fin del ejercicio 1998/99, lo que explica la mayor parte del crecimiento de 8.200 millones de francos oro de los fondos depositados en monedas prestadas. Al 31 de marzo de 2000, el dólar de Estados Unidos representaba el 65,3% del total de fondos depositados en monedas, cifra muy similar a la del año anterior (65,9%). La proporción correspondiente al euro disminuyó algo durante el mismo periodo, pasando del 20,2% al 19,4% del total de fondos depositados en monedas.

Los depósitos efectuados por los bancos centrales pasaron de 54.016 millones de francos oro a 60.667 millones, lo que a finales de marzo de 2000 representaba un 92,1% del total de fondos depositados en monedas, frente al 93,6% del ejercicio anterior. Los fondos procedentes de otros depositantes (principalmente instituciones internacionales) fueron de 5.236 millones de francos oro, mientras que al 31 de marzo de 1999 eran de 3.690 millones.

Activo

El BPI realiza sus operaciones con especial prudencia, a fin de garantizar la seguridad de los depósitos que se le confían; el riesgo crediticio, la transformación de los vencimientos y el riesgo cambiario se vigilan rigurosamente. Uno de los principales objetivos en la inversión de los activos del Banco es mantener un elevado grado de liquidez para responder eficazmente a las necesidades imprevistas de sus clientes.

Al 31 de marzo de 2000, las inversiones en divisas ascendían a 71.127 millones de francos oro, mientras que un año antes eran de 62.189 millones. Estos activos están constituidos por depósitos en instituciones financieras internacionales de primer orden y por títulos negociables a corto plazo, entre los cuales figuran las letras del Tesoro. El Banco también efectúa anticipos a

los bancos centrales; a finales de marzo de 2000, estos anticipos ascendían en total a 1.941 millones de francos oro; la mayor parte representaba fondos extendidos en el marco de la línea de crédito coordinada por el BPI a favor del Banco Central do Brasil y garantizada por los bancos centrales participantes (véase el apartado 5).

Los activos del Banco en oro disminuyeron durante el ejercicio, pasando de 3.879 millones de francos oro a 3.506 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 títulos líquidos emitidos o garantizados por los gobiernos de los principales países industrializados, así como por organismos supranacionales de primer rango.

El Banco también utiliza determinados instrumentos derivados, sobre todo para gestionar más eficazmente sus fondos y dar cobertura a los fondos recibidos en préstamo (véase la nota 8a del Balance).

7. Beneficios netos y su distribución

Las cuentas del 70º ejercicio financiero, cerrado el 31 de marzo de 2000, arrojan un beneficio neto de 307.824.257 francos oro, frente a los 303.618.800 francos oro del ejercicio anterior. Aunque el volumen de fondos propios del Banco aumentó, los ingresos procedentes de los intereses generados por las inversiones de fondos propios disminuyeron algo, debido a que los rendimientos, aunque aumentaron, fueron en promedio menores que en el ejercicio anterior. Los ingresos generados por las operaciones realizadas con los recursos depositados también mostraron una leve reducción como consecuencia de la disminución de los márgenes en la intermediación de depósitos, lo que compensó con creces el aumento de los ingresos resultante del crecimiento medio del balance durante el año. Estas disminuciones fueron contrarrestadas por las significativas ganancias contables, conseguidas al intensificar algunos bancos centrales sus operaciones de cartera con instrumentos del BPI en un contexto de subida de los tipos de interés. Sin embargo, la subida de los tipos también provocó pérdidas de capital en las carteras de inversión del Banco y una disminución de la contribución de la negociación de títulos. Por último, el Consejo de Administración redujo de nuevo la cantidad deducida de los beneficios y transferida a la provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos.

El resultado indicado para el ejercicio es el obtenido después de deducir 68.731.981 francos oro en concepto de gastos de administración, lo que representa un aumento del 3% con respecto al ejercicio anterior. La mayor parte de este aumento es atribuible al incremento de la provisión para depreciación, que se debió al aumento de las inversiones del Banco en tecnología de la información y otros equipos, especialmente para su nuevo edificio de Basilea. Los gastos de administración del Banco, excluida la depreciación, aumentaron un 10% en francos suizos, moneda en la que se realiza la mayor parte de los gastos del Banco; este aumento es atribuible a la expansión de sus actividades. La depreciación del franco suizo limitó a un 1% el crecimiento de los gastos de administración, excluida la depreciación, expresados en francos oro.

En aplicación del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que la Asamblea General distribuya los beneficios netos de 307.824.257 francos oro de la siguiente manera:

- 1) 54.658.243 francos oro para pagar un dividendo de 340 francos suizos por acción (el dividendo pagadero por las 12.000 nuevas acciones emitidas durante la segunda mitad del ejercicio 1999/2000 se ha calculado mediante un prorrateo basado en la fecha de suscripción);
- 2) 50.633.203 francos oro para transferir al fondo de reserva general;
- 3) 3.000.000 francos oro para transferir al fondo especial de reserva para dividendos; y
- 4) 199.532.811 francos oro, que constituye el remanente de los beneficios netos disponibles, para transferir al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que esté en conformidad con los Estatutos.

El Consejo de Administración ha propuesto que se pague el dividendo antedicho el 1 de julio de 2000 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco al 20 de junio de 2000.

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 siguientes, reflejan fielmente la posición financiera del Banco al 31 de marzo de 2000 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Su informe se encuentra inmediatamente después de las cuentas.

8. Aumento del número de bancos centrales accionistas

A fin de reforzar aún más la cooperación entre los bancos centrales, el Consejo de Administración decidió el 8 de noviembre de 1999 invitar al Banco Central de la República Argentina, al Banco Central Europeo, al Bank Indonesia, al Bank Negara Malaysia y al Bank of Thailand a formar parte del Banco y a suscribir cada uno 3.000 acciones del tercer tramo de capital del BPI. Al cierre del ejercicio financiero, que también marcó el fin del periodo de suscripción, todos, salvo el Bank Indonesia, habían aceptado la oferta del Consejo y, por lo tanto, habían pasado a ser miembros del BPI.

La decisión del Consejo sobre esta sexta emisión del tercer tramo de capital del Banco se tomó en conformidad con los artículos 6 y 8(3) de los Estatutos. Los bancos centrales fundadores representados en el Consejo renunciaron a su derecho a la suscripción en proporciones iguales de, al menos, el 55% de toda nueva emisión (es decir, 8.250 de las 15.000 acciones emitidas). Se decidió que estas 8.250 acciones se pusieran a disposición de los nuevos bancos centrales accionistas.

En su reunión de noviembre, el Consejo fijó el precio de emisión hasta el fin del periodo de suscripción en 5.020 francos oro por acción, lo que equivale a 1.475,317 gramos de oro fino. Como las acciones del Banco se desembolsan en un 25%, o sea, 625 francos oro por acción, el precio de emisión de 5.020 francos oro incluía una prima de 4.395 francos oro por acción. A los bancos centrales suscriptores se les dio la opción de abonar el

precio de emisión de las nuevas acciones en oro o pagando, en una moneda convertible aceptable para el BPI, la cantidad necesaria para comprar el mismo peso de oro en el mercado en la fecha de valor del pago.

Como consecuencia de la suscripción de 12.000 nuevas acciones del tercer tramo de capital del Banco al cierre del ejercicio financiero, el número de acciones emitidas por el Banco ha pasado de 517.165 a 529.165, y la cantidad de capital desembolsado que aparecía en el Balance al 31 de marzo de 2000 ha aumentado en 7,5 millones de francos oro, por lo que es ahora de 330,7 millones. La prima global recibida de los bancos centrales suscriptores se elevó a 52,7 millones de francos oro, de los cuales 750.000 se han asignado al fondo de reserva legal y 51.990.000 al fondo de reserva general.

9. Enmienda de los Estatutos del Banco

En relación con cambios recientemente ocurridos que afectaban a los miembros del Banco, su administración y sus inmunidades, el 8 de noviembre de 1999 se celebró una Asamblea General Extraordinaria con la idea de enmendar los artículos 31, 55 y 56 de los Estatutos. Las modificaciones del artículo 31 de los Estatutos prevén una reducción del número mínimo de reuniones del Consejo que deben celebrarse cada año y permite expresamente que las decisiones del Consejo se tomen por medio de teleconferencias o por escrito. El fin de las enmiendas al artículo 55 de los Estatutos es redefinir las inmunidades de jurisdicción y ejecución del Banco a la luz de las prácticas generales que se siguen en derecho internacional. Por último, las enmiendas a las definiciones contenidas en el artículo 56 de los Estatutos se realizaron para conceder el status de miembro del BPI a los sistemas transfronterizos de bancos centrales.

10. Cambios de la composición del Consejo de Administración

Guy Quaden, Gobernador del Banco Nacional de Bélgica, nombró a Alfons Verplaetse miembro del Consejo de Administración desde abril de 1999 hasta febrero de 2000, es decir, para el periodo que restaba del mandato de Philippe Wilmès, que había decidido dimitir. En febrero de 2000, Guy Quaden renovó el nombramiento de Alfons Verplaetse para otro periodo de tres años, que terminará el 28 de febrero de 2003.

Eddie George, Gobernador del Banco de Inglaterra, renovó el nombramiento de Lord Kingsdown como miembro del Consejo por otro periodo de tres años, que expirará el 6 de mayo de 2002. A propuesta de Urban Bäckström, Presidente del Consejo de Administración, Lord Kingsdown también fue reelegido Vicepresidente del Consejo hasta el 6 de mayo de 2002.

El 1 de septiembre de 1999, Ernst Welteke sucedió a Hans Tietmeyer como Presidente del Deutsche Bundesbank y se convirtió en consejero nato. En sustitución de Helmut Schlesinger, que dimitió como miembro del Consejo a finales de agosto de 1999, Ernst Welteke nombró a Hans Tietmeyer para el periodo que restaba del mandato de H. Schlesinger, es decir, hasta finales de diciembre de 1999. Hans Tietmeyer fue ratificado en sus funciones en enero de 2000 para otro periodo de tres años, que expirará el 31 de diciembre de 2002.

Antonio Fazio prolongó el mandato de Vincenzo Desario como consejero para otro periodo de tres años, que terminará el 7 de noviembre de 2002.

Hubo dos cambios por lo que respecta a los suplentes de los miembros natos del Consejo. En septiembre de 1999, Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, nombró a Edward W. Kelley como suplente de Alice M. Rivlin. E.W. Kelley fue sustituido en noviembre de 1999 por Roger W. Ferguson.

El fallecimiento de Bernard Clappier el 25 de septiembre de 1999, a la edad de 85 años, causó un profundo pesar en el Banco. B. Clappier —como Gobernador del Banco de Francia— fue consejero nato desde 1974 hasta 1979, así como Vicepresidente del Consejo de 1983 a 1985 y de 1989 a 1991.

El Banco también recibió con hondo pesar la noticia de la muerte de dos antiguos miembros de su alta dirección. Hans Heinrich Mandel falleció el 31 de enero de 2000, a los 92 años de edad; H. H. Mandel fue Jefe del Departamento Bancario desde 1962 hasta 1972. Frédéric-Edouard Klein, Asesor Jurídico desde 1974 hasta su jubilación en 1986, falleció el 28 de abril de 2000, a los 78 años de edad.

Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias

al 31 de marzo de 2000

Balance de situación al 31 de marzo de 2000

(en francos oro; véase la nota 2(a) a las cuentas)

1999	Activo	2000
	Oro	
2.801.471.476	En lingotes	2.265.425.772
<u>1.077.182.612</u>	Depósitos a plazo y anticipos	<u>1.240.342.623</u>
3.878.654.088		3.505.768.395
8.289.300	Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	11.382.465
7.314.049.359	Letras del Tesoro	7.853.868.515
	Depósitos a plazo y anticipos en divisas	
21.413.790.799	A 3 meses como máximo	33.292.191.933
<u>11.009.185.563</u>	A más de 3 meses	<u>8.561.682.741</u>
32.422.976.362		41.853.874.674
276.014.585	Títulos adquiridos con acuerdo de reventa	1.268.088.300
	A 3 meses como máximo	
	Títulos del Estado y otros valores a plazo	
4.658.672.728	A 3 meses como máximo	4.295.857.750
<u>17.509.173.124</u>	A más de 3 meses	<u>15.844.081.595</u>
22.167.845.852		20.139.939.345
124.693.036	Terrenos, edificios y equipo	120.715.280
44.554.468	Varios	82.028.737
<u>66.237.077.050</u>		<u>74.835.665.711</u>

Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio		Antes de la asignación de beneficios netos del ejercicio	Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio
1999	Pasivo	2000	
323.228.125	Capital desembolsado	330.728.125	330.728.125
2.605.641.703	Reservas	2.658.381.703	2.911.547.717
265.360.020	Cuenta de diferencia de valoración	191.954.649	191.954.649
	Depósitos (oro)		
2.775.616.571	A la vista	2.240.270.927	2.240.270.927
233.632.571	A 3 meses como máximo	197.558.564	197.558.564
183.327.484	A más de 3 meses	382.379.118	382.379.118
<u>3.192.576.626</u>		<u>2.820.208.609</u>	<u>2.820.208.609</u>
	Depósitos (monedas)		
3.005.634.040	A la vista	3.423.192.926	3.423.192.926
51.674.794.423	A 3 meses como máximo	55.284.677.726	55.284.677.726
3.025.353.687	A más de 3 meses	7.195.784.903	7.195.784.903
<u>57.705.782.150</u>		<u>65.903.655.555</u>	<u>65.903.655.555</u>
	Títulos vendidos con acuerdo de recompra		
121.452.148	A 3 meses como máximo	103.048.449	103.048.449
1.965.670.119	Varios	2.519.864.364	2.519.864.364
	Cuenta de pérdidas y ganancias	307.824.257	
57.366.159	Dividendo pagadero al 1° de julio		54.658.243
<u>66.237.077.050</u>		<u>74.835.665.711</u>	<u>74.835.665.711</u>

Cuenta de pérdidas y ganancias

para el ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 2000
(en francos oro)

	1999	2000
Intereses, descuentos y otros ingresos de explotación	4.050.134.509	4.222.389.680
A deducir: cargos por intereses y descuentos	3.679.753.312	3.845.833.442
Intereses netos y otros ingresos de explotación	370.381.197	376.556.238
A deducir: gastos de administración		
Consejo de Administración	1.330.121	1.177.264
Dirección y personal	40.819.397	40.619.621
Gastos de oficina y diversos	18.596.527	19.363.373
Gastos de administración antes de la depreciación	60.746.045	61.160.258
Depreciación	6.016.352	7.571.723
	66.762.397	68.731.981
Beneficios netos del ejercicio financiero	303.618.800	307.824.257
<p>El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que los beneficios netos del ejercicio cerrado al 31 de marzo de 2000 se asignen de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos de la manera siguiente:</p>		
Dividendo: 340 francos suizos por acción, a 517.165 acciones (1999: 320 francos suizos)	57.366.159	54.444.185
a 12.000 acciones nuevamente emitidas (prorrateado según la fecha de suscripción)	—	214.058
	57.366.159	54.658.243
	246.252.641	253.166.014
Transferencia al fondo de reserva general	49.250.528	50.633.203
	197.002.113	202.532.811
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3.000.000	3.000.000
	194.002.113	199.532.811
Transferencia al fondo de reserva libre	194.002.113	199.532.811
	—	—

Evolución del capital desembolsado y de las reservas del Banco

durante el ejercicio cerrado al 31 de marzo de 2000

(en francos oro)

I. Capital desembolsado

	Número de acciones	Francos oro
Acciones de 2.500 francos oro, de las que se desembolsó el 25%:		
Saldos al 31 de marzo de 1999, según el Balance de situación	517.165	323.228.125
Acciones emitidas durante el ejercicio financiero 1999/2000	12.000	7.500.000
Saldos al 31 de marzo de 2000, según el Balance de situación	529.165	330.728.125

II. Evolución de los fondos de reserva

	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	Total de fondos de reserva
Saldos al 31 de marzo de 1999, tras la asignación de los beneficios netos del ejercicio financiero 1998/99	32.322.813	1.156.441.190	65.530.055	1.351.347.645	2.605.641.703
A añadir: asignación de la prima recibida por la emisión de 12.000 nuevas acciones	750.000	51.990.000	–	–	52.740.000
Saldos al 31 de marzo de 2000, antes de la asignación de los beneficios netos	33.072.813	1.208.431.190	65.530.055	1.351.347.645	2.658.381.703
A añadir: asignaciones de los beneficios netos del ejercicio financiero 1999/2000	–	50.633.203	3.000.000	199.532.811	253.166.014
Saldos al 31 de marzo de 2000, según el Balance de situación	33.072.813	1.259.064.393	68.530.055	1.550.880.456	2.911.547.717

III. El capital desembolsado y los fondos de reserva representaban al 31 de marzo de 2000

(después de las asignaciones indicadas):

	Capital desembolsado	Fondos de reserva	Total de capital y reservas
Activos netos en			
Oro	330.728.125	330.985.192	661.713.317
Monedas	–	2.580.562.525	2.580.562.525
Saldos al 31 de marzo de 2000 según el Balance de situación	330.728.125	2.911.547.717	3.242.275.842

Notas a las cuentas

correspondientes al ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 2000

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 y con su sede en Basilea (Suiza). Sus objetivos son, como se establece en el Artículo 3 de sus Estatutos, fomentar la cooperación entre los bancos centrales, proporcionar servicios adicionales para las operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente para los pagos financieros internacionales. Actualmente son miembros del Banco 49 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, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza, así como por consejeros nombrados por seis de estos países.

Las cuentas correspondientes al ejercicio financiero 1999/2000 se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración, con arreglo al 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. Según el Artículo 4 de los Estatutos del Banco, el franco oro (abreviado FO) equivale a 0,29032258... gramos de oro fino. Las partidas que representan derechos en oro se convierten en francos oro en función de su peso en fino. Las partidas expresadas en dólares de Estados Unidos se convierten en 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 expresadas en otras monedas se convierten en dólares de Estados Unidos a los tipos de cambio vigentes en el mercado al contado a la fecha de cierre del balance y los saldos resultantes en dólares de Estados Unidos se convierten en francos oro como ya se ha indicado.

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 pasan a la cuenta de diferencia 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 costo 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 en francos oro como ya se ha indicado; los beneficios mensuales así calculados se acumulan en el beneficio anual.

Las ganancias y 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; y 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 en 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 costo de adquisición, añadiéndose según proceda los intereses devengados, 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 acuerdo de reventa

Los títulos adquiridos con acuerdo de reventa se contabilizan de acuerdo con la cuantía entregada por anticipado a la otra parte, más los intereses devengados.

g) Terrenos, edificios y equipo

El Banco capitaliza, en francos suizos, sus terrenos, edificios y equipo, y deprecia sus edificios y equipo, utilizando un sistema lineal durante su vida útil estimada de la manera siguiente:

Terrenos: no se deprecian.
Edificios: 50 años.
Instalaciones y maquinaria: 15 años.
Equipo informático: 4 años.
Otro equipo: entre 4 y 10 años.

h) Cuenta de diferencia de valoración

En la cuenta de diferencia de valoración se registran los efectos de las diferencias cambiarias que se describen en el apartado a); esas diferencias de valoración 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 del valor pagadero al vencimiento del depósito; en esos casos, el tratamiento contable es análogo al aplicado a los títulos a plazo fijo en poder del Banco (véase el apartado d).

j) Títulos vendidos con acuerdo de recompra

Los títulos vendidos con acuerdo de recompra se contabilizan por la cuantía recibida de la otra parte, más los intereses devengados.

k) Provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos

El Consejo de Administración reserva una cantidad anual de la Cuenta de pérdidas y ganancias a la provisión anterior, que se incorpora a la partida de varios del pasivo.

Notas al balance de situación

correspondientes al ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 2000

1. Tenencias de oro

En el cuadro siguiente se indica la composición de las tenencias totales de oro del Banco:

Activos	1999	2000
Oro en lingotes en bancos centrales	2.801.471.476	2.265.425.772
Depósitos a plazo en oro		
A 3 meses como máximo	274.154.547	261.412.650
A más de 3 meses	803.028.065	978.929.973
	<u>3.878.654.088</u>	<u>3.505.768.395</u>

Las tenencias propias de oro del Banco ascendían, al 31 de marzo de 2000, a 661,7 millones FO, que equivalen a 192 toneladas de oro fino (1999: 662,0 millones FO; 192 toneladas).

2. Letras del Tesoro

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	1999	2000
Valor contable	<u>7.314.049.359</u>	<u>7.853.868.515</u>

El valor de mercado de las letras del Tesoro, al 31 de marzo de 2000, era de 7.854,1 millones FO (1999: 7.319,2 millones FO).

3. Títulos del Estado y otros valores a plazo

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	1999	2000
Valor contable	<u>22.167.845.852</u>	<u>20.139.939.345</u>

El valor de mercado de los títulos del Estado y otros valores a plazo, al 31 de marzo de 2000, era de 20.120,0 millones FO (1999: 22.331,4 millones). La diferencia positiva entre el valor contable y el valor de mercado se cubre con la provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos.

4. Terrenos, edificios y equipo

	Terrenos y edificios	Equipo informático y otro equipo	Total
Costo:			
Saldo de apertura			
al 1° de abril de 1999	133.888.421	46.802.899	180.691.320
Gasto de capital	10.703.595	6.742.218	17.445.813
Ajustes cambiarios	-15.013.674	-5.328.015	-20.341.689
Costo al 31 de marzo de 2000	<u>129.578.342</u>	<u>48.217.102</u>	<u>177.795.444</u>
Depreciación:			
Depreciación acumulada			
al 1° de abril de 1999	29.358.673	26.639.611	55.998.284
Provisión para depreciación correspondiente al ejercicio actual	2.048.614	5.523.109	7.571.723
Ajustes cambiarios	-3.105.119	-3.384.724	-6.489.843
Depreciación acumulada			
al 31 de marzo de 2000	<u>28.302.168</u>	<u>28.777.996</u>	<u>57.080.164</u>
Valor contable neto			
al 31 de marzo de 2000	<u>101.276.174</u>	<u>19.439.106</u>	<u>120.715.280</u>

El costo de los terrenos del Banco era de 23.769.312 FO al 31 de marzo de 2000 (1999: 26.610.450 FO).

5. Capital

El capital del Banco está integrado por:

	1999	2000
Capital autorizado:		
600.000 acciones,		
de 2.500 francos oro cada una	1.500.000.000	1.500.000.000
Capital emitido: 517.165 acciones	1.292.912.500	
529.165 acciones		1.322.912.500
25% desembolsado	323.228.125	330.728.125

6. Reservas

Las reservas del Banco (una vez descontadas las provisiones) están integradas por:

	1999	2000
Fondo de reserva legal	32.322.813	33.072.813
Fondo de reserva general	1.156.441.190	1.259.064.393
Fondo de reserva especial para dividendos	65.530.055	68.530.055
Fondo de reserva libre	1.351.347.645	1.550.880.456
	<u>2.605.641.703</u>	<u>2.911.547.717</u>

Las provisiones anuales para los distintos fondos de reserva se rigen por el Artículo 51 de los Estatutos del Banco. Las cantidades transferidas se indican también en el cuadro titulado “Evolución de los fondos de reserva”.

7. Depósitos

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales. La composición de los depósitos en monedas colocados en el Banco era la siguiente:

	1999	2000
Bancos centrales		
A la vista	2.890.343.276	3.351.789.605
A 3 meses como máximo	48.100.323.078	50.119.848.005
A más de 3 meses	3.025.353.687	7.195.784.903
Otros depositantes		
A la vista	115.290.764	71.403.321
A 3 meses como máximo	3.574.471.345	5.164.829.721
	<u>57.705.782.150</u>	<u>65.903.655.555</u>

8. Transacciones extracontables

a) Derivados

En el curso normal de sus actividades, el Banco es partícipe de transacciones financieras extracontables, como son los contratos de divisas a plazo, los swaps de divisas y de tipos de interés, los contratos de tipos a plazo, los contratos de futuros y las opciones. Estos instrumentos se utilizan para la cobertura de los activos y pasivos del banco frente a riesgos de los tipos de interés y cambiarios, así como para gestionar la duración de sus activos líquidos. El Banco aplica al análisis de sus compromisos extracontables los mismos criterios que a todas las demás inversiones.

Cantidades nominales de principal

(en millones de francos oro)

	1999	2000
Contratos relacionados con tipos de cambio		
Swaps y contratos de divisas a plazo	10.470,4	9.291,3
Swaps de divisas	2.796,1	2.259,3
Contratos relacionados con tipos de interés		
Swaps de tipos de interés	7.222,0	9.842,5
Contratos y futuros relacionados con tipos a plazo	5.987,8	15.629,6

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

costo de reposición bruto de la totalidad de los contratos en que se aprecian beneficios a los precios vigentes en el mercado, al 31 de marzo de 2000, era de 354,4 millones FO (1999: 484,1 millones FO):

b) *Transacciones fiduciarias*

Las transacciones fiduciarias no se incluyen en el balance, dado que, aunque el Banco las efectúa en su propio nombre, se hacen por cuenta y riesgo de los clientes del Banco.

(en millones de francos oro)	1999	2000
Valor nominal de los títulos mantenidos en custodia	7.167,8	7.093,0
Oro en consignación	671,2	666,1

c) *Plan de pensiones y de ahorro del personal*

El banco tiene un plan de pensiones y de ahorro. Los dos fondos son similares a los fondos fiduciarios y no tienen entidad jurídica independiente. Sus activos los administra el Banco en beneficio exclusivo de los miembros actuales y antiguos del personal participante 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 parte de la aportación del Banco que corresponde a los servicios prestados se incluye en sus gastos de administración mensualmente.

Al 31 de marzo de 2000, el valor de mercado de los activos netos del fondo de pensiones era de 266,7 millones FO (1999: 295,5 millones FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 125% (1999: 127%) en comparación con el valor actuarial anual más reciente del pasivo del fondo al 30 de septiembre de 1999. El valor de mercado de los activos netos del fondo de ahorro era de 23,8 millones FO al 31 de marzo de 2000 (1999: 25,8 millones FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 105% (1999: 109%) 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 que terminó el 30 de septiembre de 1999.

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 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 descritos en las notas del epígrafe "Directrices contables adoptadas". Nuestra responsabilidad es, según los Estatutos del Banco, expresar una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, basada en nuestra auditoría, así como poner en conocimiento de ustedes dicha opinión.

Nuestra auditoría abarcó el examen, mediante pruebas selectivas, de los justificantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y otras indicaciones relacionadas con ellas. 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, por lo cual creemos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para nuestro juicio.

En nuestra opinión, el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, incluidas las respectivas notas, han sido debidamente elaborados, y reflejan fiel y verdaderamente la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales al 31 de marzo de 2000 y los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a esa fecha, cumpliendo así, por consiguiente, con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 27 de abril de 2000

Resumen quinquenal del Balance de situación

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1996	1997	1998	1999	2000
Oro					
<i>En lingotes</i>	4.364,2	3.547,3	3.037,1	2.801,5	2.265,4
<i>Depósitos a plazo y anticipos</i>	637,3	956,7	1.122,4	1.077,2	1.240,4
	5.001,5	4.504,0	4.159,5	3.878,7	3.505,8
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	9,8	384,4	7,8	8,3	11,4
Letras del Tesoro	4.105,7	2.813,4	1.863,9	7.314,0	7.853,9
Depósitos a plazo y anticipos en divisas	37.328,1	42.355,1	34.862,2	32.423,0	41.853,9
Títulos adquiridos con acuerdo de reventa	1.652,2	884,2	2.781,0	276,0	1.268,1
Títulos del Estado y otros valores a plazo	10.488,1	15.651,1	18.517,1	22.167,9	20.139,9
Terrenos, edificios y equipo	–	–	–	124,7	120,7
Activos varios	32,8	200,8	258,7	44,5	82,0
Total del activo	58.618,2	66.793,0	62.450,2	66.237,1	74.835,7
Capital desembolsado	295,7	323,2	323,2	323,2	330,7
Reservas <i>(después de la asignación de beneficios netos del ejercicio)</i>					
<i>Fondo de reserva legal</i>	30,1	32,3	32,3	32,3	33,0
<i>Fondo de reserva general</i>	803,3	974,9	1.016,3	1.156,4	1.259,1
<i>Fondo de reserva especial para dividendos</i>	56,5	59,5	62,5	65,5	68,5
<i>Fondo de reserva libre</i>	893,6	995,1	1.157,4	1.351,4	1.550,9
	1.783,5	2.061,8	2.268,5	2.605,6	2.911,5
Cuenta de diferencia de valoración	373,5	351,1	247,2	265,4	192,0
Depósitos					
<i>Oro</i>	4.245,0	3.836,4	3.473,7	3.192,6	2.820,2
<i>Monedas</i>	49.649,2	57.585,6	54.023,6	57.705,8	65.903,7
	53.894,2	61.422,0	57.497,3	60.898,4	68.723,9
Títulos vendidos con acuerdo de recompra	376,6	674,8	30,7	121,5	103,0
Plan de pensiones del personal	283,1	252,6	257,0	–	–
Pasivos varios	1.558,3	1.658,7	1.773,7	1.965,6	2.519,9
Dividendo	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
Total del pasivo	58.618,2	66.793,0	62.450,2	66.237,1	74.835,7

Resumen quinquenal de la Cuenta de pérdidas y ganancias

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1996	1997	1998	1999	2000
Intereses netos y otros ingresos de explotación	254,3	263,8	314,9	370,4	376,6
A deducir: gastos de administración					
<i>Consejo de Administración</i>	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2
<i>Dirección y personal</i>	46,6	42,9	39,4	40,9	40,6
<i>Gastos de oficina y diversos</i>	18,3	16,3	15,0	18,6	19,4
<i>Gastos de administración antes de la depreciación</i>	66,4	60,5	55,7	60,8	61,2
<i>Depreciación</i>	–	–	–	6,0	7,6
	66,4	60,5	55,7	66,8	68,8
Excedente neto de explotación	187,9	203,3	259,2	303,6	307,8
A deducir: transferencias					
<i>a la provisión para gastos extraordinarios de administración</i>	3,5	3,0	–	–	–
<i>a la provisión para modernización de locales y renovación de equipo</i>	3,1	6,0	–	–	–
	6,6	9,0	–	–	–
Beneficios netos del ejercicio financiero	181,3	194,3	259,2	303,6	307,8
Dividendo	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
	128,0	145,5	206,6	246,2	253,1
Transferencia al fondo de reserva general	38,4	41,0	41,3	49,2	50,6
	89,6	104,5	165,3	197,0	202,5
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
Transferencia al fondo de reserva libre	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
	–	–	–	–	–

Consejo de Administración

Urban Bäckström, Estocolmo
Presidente del Consejo de Administración
Presidente del Banco

Lord Kingsdown, Londres
Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma
Antonio Fazio, Roma
Edward A. J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, París
Masaru Hayami, Tokio
William J. McDonough, Nueva York
Hans Meyer, Zúrich
Guy Quaden, Bruselas
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort del Main
Jean-Claude Trichet, París
Alfons Verplaetse, Bruselas
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Ernst Welteke, Francfort del Main

Suplentes

Roger W. Ferguson o
Karen H. Johnson, Washington
Jean-Pierre Patat o
Marc-Olivier Strauss-Kahn, París
Ian Plenderleith o
Clifford Smout, Londres
Jean-Jacques Rey o
Jan Smets, Bruselas
Carlo Santini o
Stefano Lo Faso, Roma
Jürgen Stark o
Helmut Schieber, Francfort del Main

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
Marten de Boer	Director Asesor Especial del Director General
Renato Filosa	Director Departamento Económico y Monetario
Mario Giovanoli	Asesor General, Director
Guy Noppen	Director, Secretaría General
Günter Pleines	Subjefe del Departamento Bancario

