

# I. Introducción: el lado más oscuro de los procesos de mercado

La sensación de aprensión que invadió el panorama económico y financiero durante el periodo examinado ha resultado injustificada. No cabe duda de que ocurrieron cosas negativas. La crisis asiática persistió, recordando tanto a los afectados directamente como a los que se habían mantenido al margen que las debilidades institucionales y de otro tipo pueden echar a perder las grandes virtudes de un sistema basado en el mercado. La extensión de la convulsión a Rusia sorprendió menos que la violenta repercusión que tuvieron posteriormente en los mercados financieros la devaluación del rublo y la moratoria de la deuda rusa. Los intentos de huir de los riesgos de crédito y de transferencia provocaron una vertiginosa caída de los precios de muchos activos financieros y la evaporación de la liquidez en numerosos mercados. En los grandes centros financieros, los bancos, los fondos de cobertura y otras instituciones financieras sufrieron enormes pérdidas, y una institución financiera, antes respetada por la perspicacia de sus estrategias, tuvo que ser rescatada de la quiebra.

Aun así, los acontecimientos no se han desarrollado de una manera tan negativa como algunos se temían. La crisis que sufrieron los mercados financieros en agosto y septiembre del año pasado se frenó gracias a la rápida respuesta de las autoridades. Además, la infraestructura subyacente ha continuado funcionando satisfactoriamente, incluso sometida a presiones excepcionales. El real brasileño se devaluó, pero ello no provocó la caída de otros regímenes de tipo de cambio ni en América Latina ni en Asia, sino todo lo contrario: en la primavera de 1999 se tenía la impresión general de que los mercados financieros de Asia se habían estabilizado y de que la profunda recesión que afectaba a numerosas economías asiáticas había tocado fondo. Incluso en Europa oriental, que podría haberse considerado vulnerable, la situación financiera se ha mantenido en calma, por lo general, y las perspectivas de crecimiento sólo han disminuido levemente.

Un importante factor que contribuyó a las buenas noticias a lo largo del año pasado fue la persistente solidez de la economía de Estados Unidos. Las subidas de las bolsas de valores registradas en el pasado y quizá incluso las previstas, en medio de abundantes oportunidades de empleo, impulsaron el gasto de consumo y contribuyeron considerablemente al séptimo año consecutivo de expansión económica. La inflación inesperadamente moderada desempeñó un importante papel, al permitir que los tipos de interés se mantuvieran en un nivel bajo. Tampoco hubo tensiones inflacionistas, por lo general, en Europa, donde la demanda agregada también se fortaleció gracias al gasto de consumo, lo cual constituye un elemento positivo, dado que el

crecimiento de las exportaciones ha sido débil y la confianza y la inversión empresariales continúan siendo vacilantes. Es muy posible que la entrada en vigor de una moneda única y la reducción de los tipos de interés en la mayoría de los países hayan contribuido a este resultado. Japón es el único país industrial importante que no ha avanzado.

El periodo examinado también se caracterizó, sin embargo, por la persistencia de algunas tendencias tanto en el sector real como en el sector financiero, que pueden ser preocupantes. Las diferencias de crecimiento económico entre los distintos grupos de países, así como dentro de ellos, fueron notables. También lo fueron los desequilibrios comerciales. Los precios reales de las materias primas nunca habían sido tan bajos desde hacía 40 años, y los precios de muchos bienes comerciables también descendieron. En el área financiera, el crecimiento del crédito fue de nuevo sorprendentemente elevado en la mayoría de los países industriales, aunque continuó siendo muy débil en las economías con sistemas bancarios frágiles. Los precios de las acciones siguieron alcanzando máximos históricos en muchos países industriales, y los precios de la propiedad inmobiliaria también comenzaron a subir. El dólar estadounidense se mantuvo firme, en general, a pesar del creciente peso del endeudamiento externo y de la creencia de que el euro, introducido el 1 de enero de 1999, podría convertirse en una moneda de reserva rival. Por último, la reestructuración financiera prosiguió a una escala cada vez mayor, bajo la influencia de los excesos del pasado y de la reciente liberalización.

Tendencias que parecen excepcionales, incluso desequilibradas, no tienen por qué considerarse insostenibles. Por ejemplo, las ventajas potenciales que brinda una nueva tecnología, especialmente en la producción de bienes y servicios financieros, pueden explicar razonablemente bien algunas de las tendencias para las que actualmente parece difícil encontrar una explicación. Sin embargo, un entorno caracterizado por la presencia de considerables desequilibrios macroeconómicos y una vasta reestructuración financiera no constituye un punto de partida favorable para los responsables de la política económica; dado que los tipos de interés son muy bajos y que los precios se mantienen casi estables en muchos países, el margen para bajar los tipos reales oficiales es actualmente reducido. Este entorno también implica una necesidad continua de adoptar medidas que refuercen el sistema financiero mundial, el cual, tras los acontecimientos del pasado otoño, parece la parte más vulnerable de nuestras economías de mercado.

La presente introducción al 69º informe anual del BPI es esencialmente retrospectiva. En cambio, en las conclusiones se examina más el futuro y se centra la atención en las implicaciones del análisis anterior para la política económica. Por último, el capítulo dedicado a las actividades del Banco presenta lo que ha venido haciendo el propio BPI para contribuir a la estabilidad tanto monetaria como financiera a escala mundial. Las actividades del Banco, basadas principalmente en los trabajos de los numerosos comités de responsables oficiales que se reúnen en Basilea, han crecido significativamente en los últimos tiempos, tanto como el creciente número de problemas identificados que deben resolverse.

## Desinflación mundial y dinámica de la crisis

El proceso de desinflación mundial que está en marcha desde hace casi dos décadas se aceleró el año pasado, por lo que los precios se han mantenido casi estables en muchos países y los índices de precios han descendido claramente en algunos otros. Dentro de los países industriales (véase el capítulo II), la inflación general cayó, en promedio, a alrededor del 1½%, el nivel más bajo desde los años 50. Por lo que se refiere a los mercados emergentes (véase el capítulo III), la mayoría de los países del sudeste asiático ha mostrado un grado excepcional de estabilidad de los precios, considerando la necesidad de absorber el efecto del brusco descenso de los tipos de cambio. En la República Popular China y Hong Kong RAE, la estabilidad de los tipos de cambio se ha mantenido y los precios internos han bajado. En América Latina, región con una inflación tradicionalmente muy alta, los precios también han descendido en algunos países, mientras que en Brasil el efecto inflacionista de la depreciación del real, a principios de 1999, ha sido sorprendentemente discreto.

Sería imprudente, sin embargo, extrapolar simplemente estas tendencias medias y extraer la conclusión de que la deflación mundial constituye actualmente la principal preocupación de las autoridades económicas (véase el capítulo IV). Durante el periodo examinado, ha existido un grado excepcionalmente alto de divergencia entre los resultados económicos de los países industriales avanzados y los de los mercados emergentes. También ha habido considerables diferencias entre los principales países industriales. De hecho, incluso dentro de muchos de éstos son sorprendentes las diferencias entre los resultados de las encuestas sobre el nivel de confianza de los consumidores (alto) y el de las empresas (bajo). La evolución de la economía mundial y de los precios de los bienes en el mercado mundial dependerá en gran medida de si los que van rezagados seguirán a los que se encuentran mejor colocados, o viceversa, en todas estas áreas.

En comparación con los países industriales considerados en su conjunto, la mayoría de las economías de mercado emergentes tuvo, en general, un año difícil. En una gran parte de Asia, con la notable excepción de China y la India, lo mejor que puede decirse es que lo peor parece haber pasado ya, si bien los débiles sistemas bancarios de toda la región continuarán frenando la expansión económica. En muchos de estos países, el repentino cambio de sentido de las entradas de capitales ha hecho necesaria una contracción radical de la actividad económica para reducir las importaciones. Hasta ahora, la enorme mejora de la balanza comercial asiática se debe casi enteramente a este factor. Aunque América Latina y otros mercados emergentes resultaron al principio relativamente poco afectados por la crisis rusa, las salidas posteriores de capitales llevaron a Brasil y a otros países al borde de la recesión o incluso los sumieron en ella. Oriente Medio y África, por su parte, han resultado especialmente afectados, en el primer caso por los bajos precios del petróleo, y en el segundo, por los bajos precios de otras materias primas.

Aunque los países industriales avanzados, considerados en su conjunto, han obtenido unos resultados relativamente buenos, no ha ocurrido así en

todos ellos. En un extremo se halla Japón, donde la producción ha disminuido vertiginosamente, no han aparecido signos inequívocos de estabilización y los descensos de los precios han sido generales. En el otro extremo se encuentran Estados Unidos y, en menor medida, los demás países de habla inglesa, en los que en 1998 y a principios de 1999 el crecimiento fue superior, en general, al previsto, mientras que los salarios y los precios se mantuvieron al mismo tiempo notablemente estables. Europa continental está en una posición intermedia, ya que el crecimiento primero fue firme y después moderado; no obstante, existen considerables diferencias entre las economías nacionales. El hecho de que estos mediocres resultados hayan ido acompañados de una preocupación por el incremento que han experimentado los costos salariales en Alemania, a pesar de que su nivel de desempleo aún es muy alto, pone de relieve lo diferentes que han sido los resultados económicos.

Dada la debilidad de las economías del sudeste asiático y de Japón y la poca solidez de una gran parte de las economías de Europa continental, no es sorprendente que los precios de las materias primas también hayan alcanzado unos mínimos sin precedentes. Tampoco debe sorprender que haya bajado asimismo, en general, el precio de los bienes comerciados, ya que en muchas industrias de todo el mundo había un considerable exceso de capacidad. Es el caso especialmente de Japón y de Asia en términos generales, pero también de Estados Unidos. Mientras que en este último país la tasa de desempleo no ha dejado de bajar, los niveles medidos de utilización de la capacidad en la industria manufacturera han descendido, en contra de lo que cabría esperar. En este clima de aumento de la competencia mundial, los beneficios también han comenzado a disminuir en algunos países y sectores de manera acusada. En otros, en Europa continental en particular, se han mantenido gracias a una conjunción de diversos elementos de distinta importancia: un crecimiento moderado de los salarios, un descenso de los precios de los factores, un aumento de la productividad y una reducción de los tipos de interés.

Merece la pena examinar los orígenes del aumento de la capacidad industrial mundial, ya que podría tener otras implicaciones para los precios a través de diversas vías. Una de las razones de la fortaleza de la inversión reside en los avances tecnológicos, que están reduciendo el costo de las nuevas inversiones en tecnología de la información. Otra es la creciente aceptación de los procesos de mercado en muchas economías emergentes y en transición, acompañada a menudo de una estrategia de desarrollo que abarca la inversión extranjera directa y el crecimiento impulsado por las exportaciones, así como la concesión de subvenciones a la formación interna de capital. Pero otra razón se halla en el hecho de que durante más de una década siempre ha habido al menos un importante centro financiero en el que el costo del capital se ha mantenido en un nivel artificialmente bajo. Es posible que el proceso comenzara en Japón a finales de los años 80, cuando la vertiginosa subida de la bolsa de valores provocó un considerable aumento de la formación interna del capital. A principios de los años 90, los tipos de interés eran excepcionalmente bajos en Estados Unidos, lo que provocó una bajada del dólar y una brusca expansión de la capacidad de producción en los países

asiáticos cuyas monedas estaban vinculadas al dólar. Por otro lado, aunque una gran parte de esta expansión estuvo ligada de alguna forma a empresas japonesas, no produjo claramente una reducción equivalente de la capacidad de producción interna en Japón. Y en los últimos años, los tipos oficiales japoneses también han descendido a unos niveles muy bajos, mientras que los mercados de valores de otros países han alcanzado máximos históricos, acompañados de una oleada de ofertas públicas, así como de fusiones y adquisiciones.

Este proceso ha ido acompañado de una aceleración de la tasa de expansión del crédito y de una tendencia relacionada con ésta a suavizar las condiciones exigidas para obtener créditos y aumentar la asunción de riesgos en general. Esta tendencia ha sido más pronunciada en Japón y en otras partes de Asia, donde ya son claramente evidentes los efectos negativos en los propios bancos. Pero esa conducta también ha caracterizado las actividades de las instituciones financieras de otros países industriales, impulsada por la creciente competencia y la liberalización que está en marcha. Las abundantes entradas de capitales registradas en Asia a principios de los años 90, consistentes principalmente en préstamos procedentes de bancos europeos y japoneses con márgenes cada vez más pequeños, constituyen un buen ejemplo. Otro es la verdadera explosión de la emisión de bonos de alto riesgo en Estados Unidos y los niveles sin precedentes tanto de endeudamiento de los consumidores como de insolvencia de particulares.

El comportamiento permisivo o imprudente de los prestamistas entraña numerosos riesgos. En primer lugar, el crédito se utiliza cada vez más para hacer que el precio de los activos financieros suba hasta niveles poco realistas, incluso cuando el aumento de la capacidad productiva presiona a la baja sobre las tasas de rendimiento de los activos reales subyacentes. En segundo lugar, las actitudes acomodaticias de los prestamistas también pueden cambiar bruscamente de sentido. México y Asia experimentaron enormes entradas de capitales seguidas de salidas aún mayores. Al encontrarse Asia en dificultades, se aceleró la entrada de capitales en América Latina y Rusia, sólo para cambiar totalmente de sentido tras la moratoria rusa. Como consecuencia de esta última medida, casi todos los mercados emergentes han visto negado el acceso a la mayoría de las clases de crédito internacional casi de la noche a la mañana, al tiempo que las empresas prestatarias de peor calificación también han sufrido los mismos problemas (véase el capítulo VII).

Los acontecimientos desencadenados por la moratoria rusa también han puesto de manifiesto un tercer riesgo potencial ligado a una rápida expansión del crédito, a saber: los efectos que produce en mercados financieros sumamente apalancados. La moratoria rusa fue un acontecimiento catalizador, que cambió las reglas del juego de todos los que confiaban en algún tipo de operación de rescate. Los márgenes crediticios aumentaron bruscamente y la liquidez se evaporó en muchos mercados secundarios, reforzando las tendencias de los tipos de interés. Por otra parte, se puso cada vez más en duda la solvencia de empresas que se sabía habían especulado mucho con la reducción de esos márgenes. Las demandas de cobertura suplementaria llegaron rápidamente, provocando la liquidación de todo lo que parecía

vendible en esas circunstancias y transmitiendo la convulsión a los mercados de bonos de primera calidad. Las estimaciones de los riesgos de mercado basadas en la volatilidad histórica sobrepasaron los niveles deseados, provocando un intento general de reducir la exposición a estos riesgos, lo cual no hizo más que empeorar la tormenta financiera (véase el capítulo V). Esas tendencias se vieron reforzadas cuando numerosos inversionistas reconocieron que sus procedimientos de gestión del riesgo habían fracasado en realidad, y buscaron seguridad y liquidez como alternativa. Antes de que se calmara finalmente la situación, los precios de muchos mercados mostraban en un mismo día unas variaciones mucho mayores de lo normal. En octubre, el tipo entre el yen y el dólar subió casi un 7% en un sólo día, al verse obligados los prestatarios muy endeudados a liquidar sus posiciones (véase el capítulo VI).

En esas circunstancias, cabría haber esperado que, a principios de 1999, la incapacidad de Brasil de mantener la fijación del real al dólar hubiera iniciado una nueva fase de tormentas monetarias y de convulsiones en los mercados. En realidad, en el momento de entrar en imprenta este informe, parecía que las repercusiones estaban perfectamente contenidas, tal vez porque la devaluación se previó ampliamente y ya se había producido en gran parte el proceso de liquidación de posiciones. De hecho, el capital estaba comenzando a volver a muchos mercados emergentes, aunque las diferentes clases de acreedores estaban siendo objeto de una mayor discriminación. Los precios de las acciones se recuperaron, alcanzando unos niveles casi históricos en muchos países industriales tras las reducciones de los tipos de interés del pasado otoño, lo que estimuló aún más la confianza y el gasto; las cotizaciones de las acciones comenzaron a recuperarse también en el sudeste asiático. La persistente solidez de la economía de Estados Unidos y del valor efectivo del dólar también ha tenido ventajas; ambos elementos han contribuido a reforzar la demanda de exportaciones en los países con una demanda interna relativamente débil. En Japón, los inversionistas han comenzado a mostrarse menos escépticos sobre la eficacia de los planes del gobierno para reestructurar y recapitalizar el sistema bancario, y los precios de las acciones han subido significativamente. Naturalmente, queda por ver si este nuevo optimismo pone fin definitivamente a la crisis o se trata sólo de un paréntesis.

## Gestión y prevención de la crisis

En estas circunstancias, no es sorprendente que los tipos oficiales hayan tendido a descender en casi todos los países. En Estados Unidos y el Reino Unido, se han bajado en respuesta a la preocupación por la estabilidad financiera internacional y la disminución prevista del gasto. En Europa continental, los tipos a corto plazo han convergido sin incidentes en unos niveles bajos, a medida que se han intensificado las presiones desinflacionistas y que ha aumentado la confianza de los mercados en la introducción del euro; el Banco Central Europeo bajó los tipos en abril de 1999. En Japón, se tomó la medida sin precedentes de bajar a cero los tipos a un día, y el Banco de Japón aumentó bruscamente sus compras de títulos del sector privado. Los responsables de la política económica de las diferentes economías de mercado

emergentes respondieron, en general, a sus crisis de manera parecida, a menudo bajo la influencia de los programas del FMI. Aunque al principio tuvieron que subir los tipos para restablecer la confianza en los mercados financieros, los bajaron de nuevo una vez logrado este objetivo. De hecho, en muchos países asiáticos son inferiores actualmente a los niveles en los que se encontraban antes de la crisis, y han comenzado a descender, además, en América Latina.

También se han empleado otros instrumentos, algunos convencionales y otros no tanto, para ayudar a gestionar la crisis. La austeridad fiscal ha sido una respuesta convencional común, si bien en Brasil no se han tomado las medidas suficientes para reducir el creciente déficit presupuestario y no se ha podido mantener el sistema de tipos de cambio. Antes de eso, Brasil reaccionó a la pérdida de confianza emitiendo un volumen mayor de deuda a más corto plazo y de deuda interna indiciada con respecto al dólar (similar a los tesobonos mexicanos), pero esta estrategia acabó resultando costosa cuando se produjo, pese a todo, la devaluación. En muchos países asiáticos, la política fiscal se endureció primero, al igual que ocurrió con los tipos de interés, pero más tarde se suavizó, a pesar de la preocupación por el aumento del cociente entre la deuda y el PIB relacionado con la necesidad de reestructurar el sistema bancario. En China, el gasto público en infraestructura ha aumentado considerablemente para mantener la demanda interna.

Entre las respuestas menos convencionales se encuentra la emisión por el gobierno japonés de cupones para estimular el gasto de los hogares, así como de garantías crediticias en favor de las pequeñas y medianas empresas, o la compra directa de acciones por parte de las autoridades monetarias de Hong Kong, que sostenían que era necesario repeler a los especuladores que trataban de desestabilizar los mercados financieros locales. Otra medida no convencional es la imposición de controles sobre las salidas de capitales por parte de Malasia en septiembre del año pasado y la advertencia de Argentina de que estaba dispuesta a sustituir el peso por el dólar antes que ver su moneda devaluada. Por último, el conjunto de medidas del FMI destinadas a Brasil fue excepcional, en el sentido de que se complementó con una ayuda financiera bilateral de 14.500 millones de dólares acordada antes de la crisis. Esta segunda línea de defensa fue puesta en marcha por los bancos centrales de 19 países y organizada principalmente a través del BPI.

Dados los costos y las dificultades de la gestión de las crisis, no es sorprendente que su prevención en el futuro fuera objeto de especial atención el año pasado. Uno de los foros de trabajo fue el Grupo de Willard, comité informal de altos responsables de los países industriales y de los mercados emergentes. Sus tres grupos de trabajo formularon una serie de recomendaciones concretas para mejorar la transparencia y la responsabilidad tanto del sector público como del sector privado, encontrar formas de reforzar los sistemas financieros nacionales e involucrar más al sector privado en la gestión y la resolución de las crisis. Estos esfuerzos complementaron los trabajos realizados en foros más oficiales, como el de los suplentes del Grupo de los Diez y los diversos comités de expertos nacionales del BPI (véase el capítulo dedicado a las actividades del Banco).

Las discusiones del año pasado fueron alentadoras, en el sentido de que se buscó y se consiguió cada vez más la participación de los agentes de las economías de mercado emergentes a los que era probable que los resultados afectaran directamente. Esta es la única forma de dar autoridad moral a las decisiones colectivas, en ausencia de una verdadera legislación internacional. Un segundo aspecto alentador de los recientes acontecimientos es que las recomendaciones formuladas suelen ser prácticas y realistas, y se basan en reformas graduales más que en grandes soluciones. Dado el celo con que las naciones protegen su soberanía, es improbable que se lleven a efecto en un futuro previsible las propuestas para establecer un banco central mundial, un prestamista internacional de último recurso, un superregulador mundial o un tribunal internacional de quiebras. Una importante implicación de este enfoque práctico consiste en que los trabajos necesarios para llevar a cabo una amplia variedad de reformas pequeñas, pero razonables, requerirán grandes esfuerzos, cuestión abordada en las conclusiones de este informe anual.

Aunque probablemente quede mucho por hacer para aumentar la resistencia del mundo financiero a las crisis, al menos se ha comenzado a tomar medidas. La transparencia es un área en la que ya se han realizado considerables progresos. Aunque las estadísticas del BPI que ya existían antes daban una idea razonablemente precisa y puntual del nivel de endeudamiento de los países asiáticos, podían mejorarse y ya se han mejorado. En ese mismo orden de cosas, el acuerdo sobre los criterios para la publicación de datos sobre las reservas nacionales de divisas, incluidas las operaciones fuera de balance, ha supuesto una mejora muy bien recibida, en comparación con la información parcial que se suministraba antes. Por último, debe señalarse que actualmente están en marcha algunas iniciativas oficiales para conocer mejor las actividades de las instituciones financieras muy apalancadas y saber quiénes las financian. Un grupo de trabajo creado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado en enero de este año dos informes sobre la implicación de los bancos. Los recientes acontecimientos de Asia y los que han rodeado a la crisis rusa han suministrado algunas pruebas alarmantes de lo complejas que pueden ser las relaciones entre los mercados y las instituciones financieras, así como de la rapidez con que un tipo de riesgo puede convertirse en otro, dados unos elevados niveles de apalancamiento.

Por lo que se refiere al reforzamiento de los sistemas financieros nacionales, tal vez la iniciativa más importante de los últimos años haya sido el acuerdo sobre la elaboración de una serie de Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz. La idea de acordar unos criterios internacionales sobre prácticas ejemplares ya ha sido emulada por muchos, en particular por los responsables de regular los mercados de títulos y los supervisores de las compañías de seguros. El año pasado, se emprendieron algunas iniciativas similares en el área de los pagos y liquidaciones, la transparencia en la gestión de la política monetaria y financiera y la gestión de las empresas. La actualización del Acuerdo de Basilea sobre recursos propios de 1988 será otra útil guía para la comunidad bancaria internacional. Las revisiones planeadas constituirán un paso más en el intento de basarse en la disciplina del mercado para complementar la supervisión tradicional y de

utilizar más modelos internos de riesgo para calcular las exigencias de fondos propios.

Dada la magnitud de los movimientos de capital privado, el sector privado tendrá inevitablemente que participar más y de una manera más directa en la gestión y la resolución de las crisis. Muchas de las recomendaciones que realizaron los representantes del Grupo de los Diez tras la crisis mexicana de 1995 se han repetido posteriormente, pero no se han seguido hasta la fecha. No obstante, hay algunos acontecimientos recientes significativos en este sentido. Los intentos de conseguir la renovación concertada, pero voluntaria, de las líneas de crédito de los bancos comerciales han sido una característica fundamental de la gestión de las crisis de Corea y Brasil. La insistencia del Club de París en que se incluyeran los bonos internacionales junto con los préstamos bancarios en la reestructuración de la deuda de Pakistán también ha sentado un importante precedente. Por último, como los acreedores sufrieron en 1998 mayores pérdidas que nunca desde la crisis de la deuda de los años 80, se han concienciado mucho más de los riesgos a los que se exponen. Por muy positivos que sean estos acontecimientos, en el sentido de que reducirán en el futuro las entradas excesivas de capitales en los mercados emergentes, es posible que hayan aumentado al mismo tiempo la tendencia del capital privado que ya está en esos mercados a retirarse de manera preventiva. Es evidente que será importante actuar con prudencia en esta área, dadas las dificultades que aún tienen muchos prestatarios de las economías de mercado emergentes para acceder a los mercados mundiales de capitales.