

## VIII. Conclusiones: encontrar luz entre las sombras

No existe una solución única ni sencilla para resolver los problemas económicos actuales. Aunque pudiera pensarse que es fácil distinguir las medidas destinadas a conseguir la estabilidad macroeconómica de las relacionadas con la estabilidad financiera, en la práctica no es tan sencillo. La falta de estabilidad en una área contribuye normalmente a crear inestabilidad en otra. Cabe recordar que la inflación relativamente elevada de los años 70 y 80 en muchos países industriales llevó a los inversionistas a buscar protección en la propiedad inmobiliaria, lo cual contribuyó, a su vez, a un exceso de crédito, préstamos improductivos y bancos excesivamente expuestos. Más recientemente, en Japón, México y el sudeste asiático se observa el proceso inverso: la debilidad de los bancos y la consiguiente contracción del crédito han retrasado la recuperación tras las perturbaciones macroeconómicas. Esta observación tiene una desafiante implicación: las iniciativas que adopten las autoridades deben abarcar un amplio frente si quieren conseguir una mejora duradera del nivel de vida.

También se admite cada vez más que las diferentes medidas necesarias para promover la estabilidad macroeconómica y financiera comparten algunas características comunes. Así, es preciso que la gestión de la política monetaria y fiscal sea transparente para que sirva de punto de anclaje a las expectativas. Pero la transparencia también es necesaria en los agentes de los mercados financieros si se quiere que la disciplina de mercado contribuya a un comportamiento prudente. Otra característica común es que las medidas tomadas en estos dos frentes deben evitar resolver los problemas de hoy a costa de empeorar los de mañana; el riesgo moral es una cuestión realmente importante. Por último, parece existir un reconocimiento general en estas dos áreas de que los procesos subyacentes no se comprenden en detalle y que los resultados son inevitablemente inciertos. Dado que incluso los planes bien concebidos no siempre arrojan los resultados pretendidos, tal vez sea necesario dar más prioridad al objetivo de evitar que surjan situaciones realmente nefastas cuando se piensa en las medidas que van a adoptarse.

Lo sucedido en los mercados financieros entre agosto y octubre del año pasado recordó a los responsables de la política económica que existen muchas probabilidades de que los precios de los activos experimenten variaciones extremas, al menos en sentido descendente. Las interrelaciones de varios tipos de riesgo, que antes se suponía eran independientes, provocaron grandes fluctuaciones de los precios, que pusieron en peligro la solidez de las instituciones financieras e incluso el funcionamiento de los propios mercados. Los graves acontecimientos ocurridos recientemente en muchas economías emergentes han dejado claro que las variables macroeconómicas también

pueden evolucionar de una manera extrema. Nadie debe suponer que los países industriales avanzados son inmunes a estos problemas. Aunque la mayoría de los expertos en predicciones anticipan que el crecimiento continuará e incluso se acelerará, son muchas las incertidumbres específicas, de modo que las predicciones actuales tienen necesariamente un amplio margen de error. ¿Qué ocurrirá con la confianza de los consumidores en Japón cuando cobre impulso realmente la reestructuración de las empresas? ¿Cómo afectará la introducción del euro a la competencia y a los precios en Europa, así como a la estructura financiera por medio de la cual funciona la política monetaria? ¿Conseguirá la difusión de las nuevas tecnologías reducir el desempleo creando nuevas posibilidades de producción o lo elevará suprimiendo puestos de trabajo? ¿Avanzará rápidamente la reestructuración de los bancos asiáticos o apenas lo hará? A estas preguntas podrían añadirse muchas más, y ni las respuestas ni sus implicaciones para la política económica son obvias.

Tampoco es obvio que la distribución de los riesgos actuales sea simétrica. En realidad, parece menos probable una reaparición general de la inflación que una desinflación adicional o incluso una deflación. La propia incertidumbre erosiona la confianza y provoca una reducción del gasto. Los desequilibrios actúan en el mismo sentido. Cuando al final se resuelven, los que salen ganando no necesariamente ajustan el gasto al alza, mientras que los perdedores no suelen tener más alternativa que reducir el suyo. Por otra parte, los desequilibrios mencionados en la introducción de este informe anual pueden contribuir a que los resultados sean peores de lo esperado. El exceso de capacidad de producción de bienes comerciados en el mercado internacional podría tener algunas implicaciones. Ya está presionando a la baja sobre los precios en los países industriales avanzados, aunque el volumen de exportaciones procedentes de Asia aún no ha respondido totalmente a las depreciaciones anteriores. En Estados Unidos, las presiones proteccionistas están aumentando, aunque la tasa de desempleo siga bajando y registrando un mínimo tras otro. Y la intensificación de la competencia de precios hace que las empresas sean vulnerables a cualquier aceleración significativa de los costos. Si los beneficios disminuyeran de nuevo en Estados Unidos, este descenso podría repercutir de modo significativo en los precios de las acciones, lo cual probablemente influiría, a su vez, en el consumo. Por último, los desequilibrios comerciales sin precedentes implicarán necesariamente en algún momento una depreciación del dólar y una apreciación del yen y del euro. Si esto ocurre antes de que las economías de Japón y Europa continental hayan vuelto a una senda de sano crecimiento, son evidentes las posibles consecuencias negativas para la economía mundial.

Parece que las medidas tomadas por los responsables de la política económica hasta la fecha confirman que son conscientes de estas preocupaciones. Los tipos de interés han bajado notablemente en todo el mundo industrial y en muchas economías emergentes. La suavización de la política monetaria llevada a cabo en los países industriales avanzados a finales del año pasado también era coherente con el deseo de ayudar a calmar los mercados mediante una nueva inyección de liquidez. Podría ocurrir, además,

que la política monetaria perdiera eficacia si los precios bajaran de un modo general, debido principalmente, pero no sólo, a la imposibilidad de que los tipos de interés nominales se vuelvan negativos. Si se considerara que esto puede llegar a ser un problema, las recientes reducciones de los tipos de interés de algunos países también podrían responder al deseo de evitar caer en una trampa deflacionista, de la que probablemente sería difícil salir.

Sin embargo, sería un error extraer la conclusión de que la respuesta a los problemas económicos existentes actualmente en el mundo consiste tan sólo en suavizar aún más la política monetaria. En el fondo, fue la adopción de una política monetaria excesivamente acomodaticia durante muchos años lo que provocó muchos de los problemas actuales. Además de considerar algunos de los dilemas que plantea la gestión de la política monetaria, ahora hay que prestar más atención a otras cuestiones igualmente difíciles relacionadas con la elección del sistema de tipos de cambio, la política fiscal y la reforma del mercado de trabajo. Por lo que se refiere más directamente a la estabilidad financiera, es preciso tomar medidas urgentes en muchos países para reestructurar los sistemas bancarios y, a menudo, también las empresas. De igual modo, deben llevarse a la práctica las numerosas recomendaciones recientes para conseguir que los sistemas financieros, una vez saneados, se mantengan así en un futuro inmediato.

### Políticas en favor de la estabilidad macroeconómica

La gestión de la política monetaria está condicionada por una serie de circunstancias excepcionales en todas las grandes regiones del mundo. En Estados Unidos, la incertidumbre y las disyuntivas a las que se enfrenta la Reserva Federal son normales en algunos aspectos, pero no así en otros importantes. Cuando la política monetaria tiene por objeto conseguir la estabilidad de los precios internos, es habitual basar las predicciones sobre la inflación en algún concepto del exceso de capacidad que hay en la economía. Lo que no es habitual, sin embargo, es el grado de incertidumbre que rodea actualmente a esas predicciones en Estados Unidos. Las estimaciones de los niveles de capacidad basadas en datos del mercado de trabajo son totalmente distintas de las basadas en datos sobre el stock de capital. Además, no existe hasta la fecha ninguna prueba concluyente a favor ni en contra de que la economía de Estados Unidos haya entrado en una “nueva era” de aceleración del crecimiento de la productividad.

Las variaciones de los precios de los activos también han sometido a la gestión normal de la política monetaria estadounidense a unas restricciones complementarias cada vez más rígidas. Aunque la tormenta financiera del pasado otoño contribuyó en alguna medida a la decisión de bajar los tipos de interés, la subida anterior de los precios de las acciones, unida al elevado crecimiento del crédito, podría haber sugerido subirlos. La reciente recuperación de los precios de las acciones hasta alcanzar unos niveles sin precedentes y su consiguiente repercusión en el gasto de consumo sugieren una conclusión similar. Uno de los grandes riesgos de que continúe la expansión mundial actual es que la economía de Estados Unidos se

recaliente y que el temor a una recesión subsiguiente reduzca la riqueza y recorte el gasto. Si el dólar bajara al mismo tiempo, como consecuencia de las salidas de capitales y de un gran déficit comercial, no cabe excluir la posibilidad de que entráramos en un periodo de estanflación. Ahora que los mercados financieros disfrutan de una cierta calma, la necesidad de evitar tal concatenación de acontecimientos debe ser un importante criterio en la formulación de la futura política monetaria.

En Europa, el reto excepcional del año pasado fue la introducción del euro, realizada con autoridad y acierto, como lo atestigua la estabilidad que mostraron los tipos de cambio intraeuropeos durante todo el año. El desafío para el año venidero consiste en gestionar la política monetaria en un entorno económico no sólo nuevo, sino, además, destinado deliberadamente a cambiar con rapidez al introducirse el propio euro. El hecho de que las posiciones cíclicas y las variaciones de los precios de los activos de muchos Estados miembros fueran muy diferentes a comienzos de año, plantea algunos problemas a la gestión de la política monetaria. Las fluctuaciones del valor del euro también crean otras complicaciones, en concreto cómo interpretarlas y cómo responder a ellas. Lo que está claro, sin embargo, es que el objetivo del Banco Central Europeo es la estabilidad de los precios y que, en la actualidad, el peligro de que éstos bajen demasiado parece tan grande como el de que suban excesivamente. El BCE ha dejado claro en fecha reciente que su respuesta a las desviaciones con respecto al objetivo de inflación será simétrica, lo cual implica que los tipos oficiales podrían bajar aún más dependiendo de las circunstancias.

En Japón, la política monetaria también está gestionándose en un entorno muy poco habitual, como es el de una bajada de los precios. Aunque el resultado es bastante incierto, parece que se dan muchos de los ingredientes necesarios para que prosigan las presiones deflacionistas. La carga del endeudamiento real que soportan las empresas continúa aumentando, lo que frena la inversión. Los costos laborales unitarios están aumentando y la reestructuración elevará el desempleo, mermando aún más la confianza y el gasto de consumo. Aunque no parece que se hayan pospuesto las compras en la creencia de que los precios seguirán bajando, como parece que está ocurriendo en China, no puede excluirse esta posibilidad.

El Banco de Japón respondió bajando los tipos de interés casi a cero, aumentando la liquidez en el sistema bancario y comprando una gran cantidad de títulos del sector privado. De momento, estas medidas han sido en gran parte inútiles, lo cual ha llevado a preguntarse qué más se puede hacer, si es que puede hacerse algo. El caso japonés muestra las limitaciones de la política monetaria cuando los tipos nominales son ya muy bajos y el exceso de capacidad muy alto. También puede dar alguna idea tanto de las ventajas como de las limitaciones de unas formulaciones claras sobre los objetivos de las autoridades.

Un importante hecho que afectó a Japón fue la enorme apreciación del yen registrada durante el segundo semestre del año pasado. Aunque podría muy bien ser beneficiosa para los competidores de Japón en Asia, no cabe duda de que perjudicará al sector de exportaciones, una de las pocas fuentes

de apoyo de la economía japonesa. En circunstancias más normales, se podría haber hecho frente a esta apreciación bajando los tipos de interés o interviniendo, para indicar que se bajarían si fuera necesario. Sin embargo, sin una capacidad creíble de cumplir una promesa tal, era más difícil resistirse a esta inoportuna apreciación del yen. El hecho de que las expectativas del mercado no se basaran en una comprensión clara del papel desempeñado por el tipo de cambio en la gestión de la política japonesa, tampoco fue de mucha ayuda. Como mínimo, debería dejarse claro que, de momento, el objetivo de terminar con la recesión japonesa y evitar la aparición de una mentalidad deflacionista debe tener prioridad sobre la preocupación por la balanza comercial.

Las dudas sobre las posibilidades de las autoridades monetarias para cumplir sus promesas también jugaron en contra de la adopción de un objetivo explícito de inflación o de nivel de precios. En principio, cualquiera de los dos enfoques podía contribuir a impedir una espiral a la baja de las expectativas sobre los precios y, por lo tanto, podía provocar una oportuna reducción de las expectativas sobre los tipos de interés reales a largo plazo. En la práctica, sin embargo, los agentes económicos deben creer que las autoridades poseen los instrumentos necesarios para alcanzar sus objetivos. Actualmente, parece dudoso. Aunque en las presentes circunstancias ninguno de los dos enfoques parecería, pues, muy útil por sí mismo, ese cambio de estrategia podría desempeñar una útil función auxiliar siempre que pudieran encontrarse otros medios para reducir realmente la brecha actual de producción.

Las enormes fluctuaciones del yen y la introducción del euro desencadenaron en el periodo examinado la reaparición de sugerencias para mejorar la gestión concertada de un sistema mundial tripolar de tipos de cambio. Los sistemas de tipos de cambio fluctuantes tampoco están exentos, en realidad, de sus propios problemas, comenzando por la posibilidad de que surjan burbujas de los precios de los activos si los tipos de interés permanecen bajos, al llevar la subida del tipo de cambio una gran parte del peso en la lucha contra la inflación. Sin embargo, no es probable que un acuerdo político altere significativamente el sistema actual, en el que la política monetaria interna está orientada esencialmente a las necesidades de la economía nacional. Un problema subyacente, con una importancia tanto académica como práctica, es la continua propensión de los inversionistas a pedir préstamos en los centros de tipos de interés bajos y a prestar en los centros donde son altos, sin considerar la posibilidad de tener que devolver los préstamos en una moneda apreciada. Es necesario investigar con mayor profundidad los aspectos desestabilizadores de este tipo de fallos del mercado.

En muchas economías de mercado emergentes también surgieron nuevas cuestiones relacionadas con los tipos de cambio. La principal enseñanza que cabe extraer es que los países deben evitar los sistemas de fijación ajustable y sustituirlos por otro mucho más rígido o adoptar voluntariamente un sistema de fluctuación dirigida. Un ejemplo de la primera opción son Hong Kong y Argentina, que defendieron con éxito su sistema de caja de conversión (*currency board*) el año pasado, gestionando el sistema de una manera más

flexible (Hong Kong) o amenazando con dolarizar y abstenerse de dirigir los tipos de cambio (Argentina). En ambos casos, la consecuencia lógica fueron unos tipos de interés excesivamente elevados. Otros países, como Brasil, no eligieron la flotación de su moneda, pero se vieron forzados a adoptarla en un clima de crisis. Los resultados fueron, en general, insatisfactorios. Al igual que ocurrió en Asia el año pasado, las monedas tendieron a reaccionar excesivamente y a recuperarse bajo el efecto de una política macroeconómica de estabilización. Las autoridades brasileñas también optaron por dejar que los elevados tipos de interés contribuyeran a este proceso, aunque era probable que la repercusión en el pago de los intereses de la deuda interna y el déficit presupuestario ejercieran con el tiempo presiones compensatorias a la baja sobre el real. Hasta hoy, parece que se ha ganado la apuesta gracias a una notable mejora del superávit primario y a una evolución inesperadamente buena de la inflación.

El próximo reto para Brasil y para otros países que han dejado fluctuar recientemente su moneda consiste en encontrar alguna otra ancla nominal que guíe su política monetaria a largo plazo. Esto no será fácil, dada la falta de una historia antiinflacionista, la imprecisión de los datos sobre el crédito y los agregados monetarios y la ausencia de unos procedimientos fiables para predecir la inflación. Además, sin un marco transparente para gestionar la política monetaria, también será difícil la gestión de las presiones episódicas sobre el tipo de cambio, aunque menos que en un sistema basado en una fijación ajustable.

Recientemente, apenas ha habido debates sobre la política fiscal. Suele decirse que en Japón el estímulo fiscal desempeña (o al menos ha desempeñado) un papel útil para estimular la demanda agregada; en Europa continental, se considera deseable continuar con el ajuste presupuestario; en Estados Unidos, la situación presupuestaria ha mejorado extraordinariamente y no parece que sea necesario de momento endurecer la política fiscal, y en los mercados emergentes, parece que la austeridad fiscal es la respuesta correcta a corto plazo cuando el tipo de cambio sufre presiones. Aunque estas afirmaciones tienen un alto grado de validez, es necesario matizarlas en función de las circunstancias.

En Japón, donde las limitaciones del estímulo monetario parecen más claras, el aumento del ahorro de los consumidores ha aminorado los efectos de un gran número de medidas fiscales expansivas. Este crecimiento del ahorro probablemente se deba a una creciente incertidumbre sobre la seguridad de empleo, pero también a la falta de un buen sistema de pensiones y al temor a que tengan que subir los impuestos en el futuro para pagar los intereses de la creciente deuda. Estas últimas preocupaciones se han agravado debido a la escasa respuesta fiscal, que no ha sido capaz de restablecer la confianza del sector privado, y a los argumentos esgrimidos para justificar el enorme endurecimiento de la política fiscal en el año fiscal 1997. También preocupa la posibilidad de que suban los impuestos en el futuro, debido al creciente reconocimiento de que el gasto actual de inversión responde más a consideraciones políticas que al deseo de adelantar una inversión en infraestructura que sería necesaria de todas maneras. En

Europa, no puede ponerse en duda la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a medio plazo. Aun así, debe recordarse que una de las ventajas de tener una buena posición presupuestaria es el margen de maniobra que brinda para dejar que actúen los estabilizadores automáticos. No se puede excluir la posibilidad de que Europa se encuentre en una situación en la que el estímulo fiscal sea una vez más la respuesta correcta. Por último, los manuales de economía dirían que un endurecimiento de la política fiscal de Estados Unidos contribuiría a reducir el recalentamiento interno y el riesgo de una apreciación desordenada del dólar, seguida de una brusca depreciación. En tales circunstancias, por políticamente improbable que pudiera ser, tendría enorme importancia la adopción de medidas en otros países para elevar la demanda agregada. En los recientes episodios de convulsiones, el mundo se ha beneficiado considerablemente de la continua solidez de la economía de Estados Unidos. Sin embargo, las estrategias de salida deberían ser ahora la preocupación de todos los responsables prudentes de la política económica, incluidos los de Estados Unidos.

Tampoco está claro que la austeridad fiscal siempre sea útil cuando los tipos de cambio de las economías de mercado emergentes sufren presiones. En los países industriales con tipos de cambio fluctuantes y una elevada movilidad del capital, suele suponerse que los tipos de cambio se debilitan en los periodos de austeridad fiscal, ya que bajan los tipos de interés internos y sale capital. En los mercados emergentes, sin embargo, la austeridad fiscal puede reforzar el tipo de cambio y bajar los tipos de interés, al reducir la prima de riesgo de los créditos solicitados en el extranjero. Este argumento parece lógico en Brasil, Rusia y otros países en los que la situación presupuestaria suele ser delicada. No parece tan obvio que sea válido en el caso de países de Asia y otras regiones cuyo historial presupuestario es sólido. Sin embargo, sabiendo lo inconstantes que pueden ser los mercados en un periodo de crisis, podría estar justificado en un caso tal reducir el déficit inicialmente, pero invertir esta tendencia tan pronto como se restableciera la confianza. Aunque la cuestión del momento en que debe tomarse esta iniciativa sigue siendo controvertida, esto es en esencia lo que ha ocurrido recientemente en los países asiáticos afectados por la crisis.

Dada la existencia de un exceso de capacidad en todo el mundo y de un elevado o creciente desempleo en Europa, Japón y una gran parte de las economías emergentes, también es urgente introducir reformas por el lado de la oferta. Esto tal vez parezca paradójico, ya que esas reformas acabarán aumentando aún más el potencial productivo. Sin embargo, no debemos olvidar el principio fundamental de la economía clásica, a saber: que las variaciones de los precios relativos también pueden contribuir considerablemente a resolver los desequilibrios económicos. Incluso con una reestructuración adecuada de las empresas y los bancos (véase más adelante), el exceso actual de capacidad de muchos sectores industriales significa que la inversión en esas áreas será escasa en los próximos años, con los consiguientes efectos multiplicadores en el empleo y la renta. En estas circunstancias, es esencial eliminar las restricciones oficiales y otros obstáculos que reducen los beneficios y frenan la inversión en otros sectores, especialmente en los servicios. Aunque esta

recomendación se refiere sobre todo a los mercados emergentes, muchos países industriales también reconocen que deben actuar en este sentido. Las medidas adoptadas en los mercados de trabajo para aumentar las probabilidades de contratación de los desempleados actúan en el mismo sentido, especialmente porque los trabajadores gastan, y los que tienen confianza, aún más. Ésta es quizá una de las lecciones más claras que deben extraerse de la experiencia de Estados Unidos en los últimos años.

### Políticas en favor de la estabilidad financiera

Antes de pasar a ver cómo pueden evitarse los problemas financieros en el futuro, deben resolverse los problemas actuales. El exceso de capacidad industrial en muchos países y sectores sigue constituyendo una grave amenaza para la estabilidad financiera. Sin una reducción o reabsorción ordenada de este exceso de capacidad, las tasas de rendimiento del capital continuarán siendo decepcionantes, lo cual podría mermar durante mucho tiempo la confianza y el gasto de inversión. Por otra parte, la solvencia de las instituciones que financiaron esta expansión del capital será cada vez más discutible, lo que puede provocar un racionamiento del crédito y tener nefastas consecuencias para la economía en su conjunto. Este tipo de procesos se encuentra ya en una fase muy avanzada en el sudeste asiático, China y Japón. Desgraciadamente, estas economías también parecen las peor situadas en muchos aspectos para enfrentarse a ellos.

La preocupación por lo que pudieran hacer los rivales tradicionales impide el cierre de algunas plantas de producción en Asia. En todo caso, dados los elevados costos irrecuperables, muchas veces tiene sentido continuar produciendo con pérdidas mientras se cubran los costos variables. En este sentido, los bajos tipos de interés y la continua disponibilidad de financiación a través del sistema bancario (o del extranjero) pueden ser importantes incentivos para no llevar a cabo una reestructuración. Las declaraciones de quiebra y las ventas de activos a precios lo suficientemente bajos para generar beneficios a los nuevos propietarios son otra opción, aunque difícil en Asia ante la ausencia de una legislación adecuada sobre quiebras. Aun cuando se han realizado algunos progresos en diversos países, aún no está claro cómo se aplicarán las nuevas leyes en la práctica. Por último, la preocupación por los costos sociales y políticos de los despidos y su repercusión en la confianza, en ausencia de un sistema eficaz de protección social, constituyen otro importante obstáculo para la racionalización industrial en toda Asia. Aunque parezcan obvias las soluciones necesarias para resolver estos problemas, su aplicación será difícil y costosa para los accionistas y posiblemente para los gobiernos. Es revelador que la reestructuración de las empresas no esté más que comenzando en Japón, casi diez años después de evidenciarse la necesidad de llevarla a cabo. Si bien parece que está empezando en China y Corea, así como en algunos otros países, está por ver que se cumplan realmente las promesas realizadas.

Otro factor que ha retrasado la reestructuración de las empresas, no sólo en Asia, sino también en muchas otras partes del mundo, es la ya dudosa

solidez del sistema bancario. Tal vez sea necesario reconocer que son improductivos aún más préstamos concedidos a empresas, lo que agravaría este problema, pero esta solución carece de atractivo desde el punto de vista político. Una de las razones para contemporizar se halla en que, al erosionarse el capital de los accionistas tanto en las empresas como en el sector financiero, la carga tiende a recaer en el contribuyente. Aunque los depositantes podrían contribuir en principio, los gobiernos han garantizado implícitamente todos los depósitos en muchas economías de mercado emergentes, con el fin de evitar retiradas masivas de depósitos como las producidas en Argentina en 1995 y en Indonesia más recientemente. Como es probable que las pérdidas ocasionadas por los préstamos representen una considerable proporción del PIB, las economías de mercado emergentes sin un mercado de bonos del Estado perfectamente desarrollado podrían encontrarse con dificultades para hacer frente a sus necesidades de financiación, aun cuando eso también brinde la oportunidad de desarrollar su mercado de capitales. Por lo que se refiere a los países con un sistema financiero desarrollado, el peligro de que aumente considerablemente la deuda pública podría complicar la política macroeconómica al elevar los tipos de interés a largo plazo, como ha ocurrido recientemente en Japón.

De la manera en que se lleve a cabo la reestructuración del sistema bancario dependerá tanto su eficacia como el tiempo que dure. El principal objetivo debe ser restablecer la solvencia y la rentabilidad. Por lo que se refiere a los principios rectores, la reestructuración, para que sea eficaz, debe realizarse tan pronto como se reconozca el problema y debe ser tan amplia como sea necesario para impedir un racionamiento injustificado del crédito. También es esencial evitar las interferencias políticas y ser transparente sobre los procedimientos y el reparto de los costos. Por último, para evitar el problema del riesgo moral, los accionistas y la dirección de los bancos insolventes deben sufrir pérdidas, aunque dentro de ciertos límites si se trata de una crisis sistémica. Es lamentable que estos principios no siempre se hayan aplicado en algunos países con tanto entusiasmo como podría haberse hecho. Las deficiencias en este sentido tendrán costos a corto plazo si se retrasa la recuperación y a largo plazo si se pospone la reestructuración de las empresas y se acaban repitiendo los errores del pasado.

Aunque los problemas actuales de los sistemas financieros de las economías de mercado emergentes son principalmente de origen interno, los movimientos internacionales de capitales los exacerbaban claramente. Lo cierto es que incluso los movimientos pequeños desde el punto de vista de los mercados internacionales de capitales pueden producir unos efectos sumamente perturbadores en las economías pequeñas. Esto induce a pensar que tales países deberían dismantelar los controles de las entradas a corto plazo con mucha prudencia, sobre todo si existen dudas (y normalmente existirán) sobre la estabilidad intrínseca del sistema financiero nacional. También debe haber muchas menos dudas a la hora de utilizar instrumentos prudenciales basados en el mercado, como el coeficiente de reservas, para impedir que los bancos recurran excesivamente a los

préstamos a corto plazo en divisas. Este enfoque, junto con un sistema de tipos de cambio menos dirigidos, podría ser fundamental.

La experiencia reciente también sugiere que los países que desean aceptar esas entradas de capitales, por las razones que sean, deben realizar mayores esfuerzos para prepararse para la posibilidad de que se produzcan repentinas salidas. Una manera de hacerlo es acumular reservas de divisas incurriendo en superávit comerciales. El problema de este enfoque estriba en que sería un ejemplo de la falacia de la composición: ¿qué tipos de desequilibrios mundiales surgirían si todas las economías de mercado emergentes adoptaran esta estrategia? Una solución menos perturbadora podría ser la que ha adoptado Argentina recientemente, a saber: recurrir a los préstamos de reservas y organizar, en colaboración con el sector privado, líneas de crédito sujetas a restricciones. Dados los cambios de opinión de estos mercados, a las autoridades podría resultarles relativamente fácil y barato en algunas ocasiones conseguir préstamos en divisas a largo plazo para utilizarlos posteriormente. Por último, los países podrían hacer uso de las líneas de crédito contingentes anunciadas recientemente por el FMI, lo que, junto con acuerdos similares con el sector privado, constituiría un reconocimiento conjunto de la solidez del país en cuestión y podría contribuir notablemente a evitar los problemas de contagio.

Decir que las economías de mercado emergentes deben resolver sus propios problemas no significa negar que parte de la solución puede residir en aspectos del funcionamiento de los propios mercados internacionales de capitales. Los préstamos imprudentes se han debido tanto a la disminución de los rendimientos en las actividades internas tradicionales como a la creencia de que diversas formas de redes de seguridad protegerían a los acreedores si se materializaran realmente los riesgos. El primer problema se agravará probablemente a medida que aumente la competencia mundial en la provisión de servicios financieros y que la dirección de las entidades preste más atención al valor que tienen éstas para el accionariado. Aunque es posible que los bancos respondan fijando con más cuidado el precio del riesgo, también cabe que continúen participando en operaciones aún más arriesgadas.

El problema de las conductas imprudentes en la concesión de préstamos ante la existencia de una red de seguridad ha sido objeto recientemente de una serie de influencias de distinto signo. Por una parte, las pérdidas sufridas en Rusia y China han puesto de manifiesto las posibilidades de experimentar pérdidas en los mercados emergentes. En abril de 1999, parecía que esas experiencias influían en la conducta de los bancos, aun cuando los compradores de bonos de los mercados emergentes habían perdido cierto entusiasmo. Sin embargo, esta última tendencia probablemente cambiará si se adoptan las sugerencias recientes de que los titulares de bonos participen habitualmente en la reestructuración de la deuda externa de los países. Por otra parte, la lección que debe extraerse del caso de Long-Term Capital Management es que las autoridades supervisoras, así como los principales acreedores, consideraban que las instituciones financieras no bancarias son demasiado complejas para quebrar. Esto podría ser preocupante por el

mensaje que transmite a bancos y sociedades de valores mucho más grandes que realizan grandes operaciones por cuenta propia.

Los avances logrados en el campo de la tecnología y de la liberalización no sólo han alterado la conducta tradicional de los bancos, sino que también han fomentado la concesión de préstamos a través de los mercados de títulos y la utilización de esos mercados por parte de los propios bancos, lo cual también tiene implicaciones tanto para la estabilidad financiera como para la estabilidad económica. Tradicionalmente, en las recesiones cíclicas los bancos de muchos países han prestado a los clientes con los que tenían relaciones, lo que contribuye a contener el gasto y a atenuar la incidencia del propio ciclo. En cambio, los mercados tienden a cambiar de rumbo instantáneamente, dejando de conceder créditos a todo el mundo, salvo a los más solventes. De hecho, como los propios bancos se han vuelto más dependientes de esos mercados, bien para titularizar activos, bien para emitir deuda, también pueden haber perdido capacidad para desempeñar esta función estabilizadora. Dada también la experiencia del año pasado de que los márgenes de los créditos en los mercados financieros tienden a estar estrechamente correlacionados con el nivel de los tipos de interés, parece clara la posibilidad de que el crecimiento de los créditos y el gasto concomitante experimenten mayores oscilaciones cíclicas. El hecho de que la liquidez pueda evaporarse cuando se amplían los márgenes de los créditos implica, además, que en un sistema de mercado las fases de contracción pueden ser intrínsecamente más acusadas que las de expansión. Por último, al aumentar el número de créditos concedidos por multitud de inversionistas en mercados impersonales de los que es fácil salir, cada vez resulta más difícil organizar una concesión concertada de préstamos a los prestatarios soberanos faltos de liquidez. Siguiendo el ejemplo de los gobiernos, los bancos se preguntan por qué deben ser ellos los que saquen de apuros a otros.

Estos últimos acontecimientos tienen importantes implicaciones para los procedimientos internos de gestión del riesgo y para la política económica. Las instituciones financieras, incluidos los bancos, están expuestas a un creciente riesgo de mercado a través de varias vías. Además, el riesgo de mercado está más correlacionado con el riesgo crediticio de lo que se pensaba, ya que las posiciones suelen constituirse por la vía del endeudamiento, y el riesgo crediticio también está más correlacionado con el riesgo de liquidez de lo que antes se creía. Actualmente, es evidente, asimismo, que los modelos de riesgo también pueden proporcionar una falsa sensación de seguridad, puesto que pueden perder su poder de predicción en condiciones extremas. De hecho, su utilización mecánica puede contribuir realmente a las tormentas financieras. Aunque es necesario recurrir más a las simulaciones de crisis, debe prestarse mayor atención a la existencia de resultados no lineales y a los escenarios antes considerados tan improbables que no tenían importancia alguna.

Entre las implicaciones para la política económica hay algunas que van más allá de la mera verificación de la existencia de unos procedimientos internos adecuados para gestionar el riesgo. Si los mercados están cobrando relativamente más importancia en el sistema financiero y el clima de opinión puede cambiar muy deprisa, resulta igualmente importante vigilar de cerca los

mercados e identificar las concentraciones de riesgo. En algunos países, a los bancos centrales se les ha retirado la responsabilidad de la supervisión bancaria, pero se les ha confiado la de la estabilidad financiera global. Esta función debe definirse mejor en lo que se refiere al apoyo que debe prestarse al mercado. Está por ver si los bancos centrales despojados de la responsabilidad de la supervisión son capaces de obtener la información que necesitan, cuando la requieren, para hacer uso de sus poderes de apoyo a la liquidez en caso de emergencia de una manera prudente y eficaz en un mundo guiado por los mercados. En Europa continental, también es necesario prestar una gran atención a las complicaciones adicionales que plantea la existencia de un banco central supranacional con diversos supervisores nacionales.

Como se señaló en la introducción a este informe anual, en el año pasado se formularon numerosas recomendaciones concretas y prácticas sobre la manera de mejorar la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y del sistema financiero internacional. Estas sugerencias se basan constructivamente en iniciativas anteriores de los suplentes del Grupo de los Diez y en los trabajos de los diversos comités constituidos en Basilea, por lo que no es necesario repetirlas todas aquí. Recientemente, se han celebrado numerosas reuniones con dos importantes funciones: ampliar la variedad de participantes e identificar las áreas en las que existen acuerdos y discrepancias. Aunque sigue habiendo divergencias, actualmente existen suficientes áreas de acuerdo para que haya llegado el momento de pasar a la práctica. Ésta debe ser la principal tarea de la comunidad internacional en los próximos años, pero no resultará fácil.

Están recomendándose códigos internacionales de prácticas en numerosas áreas, que deben figurar en un buen lugar en la lista de asuntos a llevar a la práctica. Afortunadamente, la experiencia proporcionada por la aplicación del primero, los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, da una cierta idea de por dónde hay que avanzar. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, a través de su Grupo de Enlace y de los contactos con grupos regionales de supervisores, está desempeñando el papel de animador, y ha estado considerando la posibilidad de prestar más importancia a las presiones de sus colegas. El FMI vigilará el cumplimiento de las recomendaciones en el marco de consultas establecido en el Artículo IV, y ha propuesto un código de transparencia para todos los que participan activamente en la regulación financiera. Se presupone que una definición más clara del mandato, las competencias y la responsabilidad de los supervisores contribuirá a que desempeñen mejor su labor. El sector privado también puede ayudar, imponiendo la disciplina de mercado a los países con un sistema de supervisión laxo. La propuesta de los países del Grupo de los Siete de que el FMI publique su valoración del cumplimiento en cada país de las normas internacionales, debería ayudar a los mercados a efectuar mejores valoraciones. Por último, podría considerarse la posibilidad de negar el derecho de establecimiento en los grandes centros financieros a los bancos de los países cuyo sistema de supervisión se considere inadecuado. Es evidente que la utilización de sistemas de incentivos tan diferentes indica la convicción de que será cuando menos

difícil aplicar los principios de prácticas ejemplares. Por otra parte, existen enormes problemas de personal y de incentivos internos que podrían tardar años en resolverse. Todas estas consideraciones hacen que resulte fundamental el apoyo total de la comunidad internacional a los esfuerzos individuales realizados en este sentido.

Ante estos retos, la reciente creación del Foro de Estabilidad Financiera bajo la égida del Grupo de los Siete representa un importante paso adelante. El Foro reúne por primera vez a altos responsables de los tesoros y de los bancos centrales, responsables nacionales de la supervisión y representantes de instituciones financieras internacionales y comités internacionales que se ocupan de la estabilidad financiera. Sus esfuerzos deberían contribuir a evitar los costosos y a menudo irritantes solapamientos, así como a fijar las prioridades en la aplicación de las recomendaciones en un mundo en el que las necesidades son grandes, pero escasean los expertos. También es necesario identificar nuevas áreas de vulnerabilidad financiera y asegurarse de que se toman medidas para resolverlas. Por último, deben ejercerse presiones políticas en los foros internacionales de mayor nivel para conseguir que las normas inaceptables de conducta no queden ocultas mediante artificios contables, reglamentarios o de otro tipo. Sin embargo, para llevar a cabo eficazmente su misión, el Foro habrá de resolver los mismos problemas de composición que han acosado a grupos más tradicionales. ¿Cómo mantener una participación lo suficientemente reducida para que sea eficiente, pero al mismo tiempo lo suficientemente grande para incluir de manera apropiada tanto a las economías industriales como a las economías de mercado emergentes?

El funcionamiento de una economía de mercado puede presentar zonas de sombra, sobre todo cuando los mercados financieros están muy liberalizados y las expectativas son proclives a ciclos recurrentes de optimismo y pesimismo. Sin embargo, esto no debe impedirnos ver las abrumadoras ventajas del sistema y la ausencia de una alternativa razonable. La verdadera tarea que nos espera es mejorar el sistema que tenemos, antes de que las alternativas sugeridas comiencen a parecer más atractivas de lo que realmente son. Las medidas eficaces y oportunas que reducen la probabilidad de volver a una reglamentación mucho más rigurosa y a un control directo del Estado no pueden ir más que en la buena dirección.